

L'intégration des critères sociaux et écologiques dans la politique d'investissement des caisses de pension en Suisse

Une étude mandatée par le Réseau pour la responsabilité sociale
dans l'économie (NSW/RSE)

Daniel Oesch

Département de science politique

Université de Genève

septembre 2000

Cette étude a été mandatée par le *Réseau pour une responsabilité sociale dans l'économie (RSE/NSW)*. Elle a été menée dans la période de juin 2000 jusqu'au mois de septembre 2000 dans le Département de science politique de l'Université de Genève, sous la direction du professeur Hanspeter KRIESI. Nous voudrions particulièrement remercier Hans ZULLIGER pour une partie du financement et professeur Pierre-André DUMONT pour son aide conceptuelle.

Introduction	5
1. La problématique : le rôle des caisses comme investisseurs	7
1.1 Le poids : pouvoir potentiel vs pouvoir réel	7
1.2 La médiation : la démocratie des actionnaires	8
1.3 Les objectifs : le placement comme pari dans le futur	9
1.4 Objet et structure de l'étude : un résumé de l'approche choisie	10
2. La méthodologie	11
3. Nombre, taille et organisation des caisses de pension suisses	13
3.1 Le nombre d'institutions de prévoyance	13
3.2 La taille des caisses de pension	14
3.3 L'organisation des caisses de pension	15
4. La gestion de la fortune: placement, organisation et critères	17
4.1 L'allocation de la fortune	17
4.2 L'organisation de la gestion	19
4.3 Les critères d'investissement	20
5. L'intégration de critères non-financiers	22
5.1 Le raisonnement derrière l'intégration de critères non financiers	22
5.2 L'application des critères non financiers dans la stratégie de placement	23
5.3 L'investissement conforme à des critères non financiers dans la pratique suisse	25
5.4 L'efficacité des différentes approches d'investissement alternatives	27
6. Les facteurs à la base de l'investissement éthique	29
6.1 Les employés: parité et politisation	29
6.2 Les employeurs : l'enchevêtrement des intérêts	31
6.3 L'État : une loi incitative au Royaume-Uni	33
7. Le conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers	35
7.1 Quatre visions de la relation entre le rendement et le non financier	35
7.2 Le lien théorique entre le rendement et les critères non financiers	37
7.3 La relation empirique entre le rendement et les critères non-financiers	39

8. La prise d'influence active : la corporate governance	42
8.1 Contextualisation de la notion de corporate governance	42
8.2 L'usage de la corporate governance par les caisses de pension en Suisse	43
8.3 Les arguments en faveur de la corporate governance	44
8.4 Les raisons de l'usage peu répandu de la corporate governance	45
9. L'influence des caisses de pension : stratégie de placement et poids	47
9.1 L'influence comme fonction de la stratégie de placement	47
9.2 L'influence grâce au regroupement des intérêts ?	48
9.3 L'influence au niveau des small- et midcaps	49
10. Critères et poids de l'investissement des caisses de pension : un résumé conclusif	52
10.1 Les critères d'investissement des caisses de pension	52
10.2 Le poids de l'investissement des caisses de pension	53
Bibliographie	55
Annexe 1	60
Annexe 2	61

Introduction

La présente analyse se veut une étude *exploratoire*. Son objectif principal consiste dans la mise en évidence de quelques facettes du débat sur les institutions de prévoyance professionnelle, en particulier leur rôle comme investisseurs influant sur la réalité économique, sociale et écologique en Suisse. Plutôt que d'analyser une hypothèse précise, donnée d'avance, il s'agit de développer le questionnement en faisant le tour d'horizon de la large problématique que nous pouvons décrire de manière approximative comme *la dimension sociale et écologique de l'investissement actionnarial des caisses de pension*. La problématique repose sur deux questions différentes : d'une part, nous nous intéressons aux critères non financiers et à l'usage que les caisses de pension en font ; d'autre part, nous tentons d'évaluer l'influence que possèdent les caisses de pension en tant qu'investisseurs représentant les intérêts des salariés suisses.

Nous développons le sujet de notre travail en dix chapitres : après une discussion approfondie de la problématique (chapitre 1), nous explicitons brièvement notre démarche méthodologique (chapitre 2) qui s'appuie sur une vingtaine d'entretiens avec des experts et des praticiens de la prévoyance professionnelle. Dans les deux chapitres suivants, nous essayons de situer l'objet de notre analyse - les caisses de pension - en exposant d'abord leur nombre, leur taille et leur forme administrative (chapitre 3) pour discuter après les aspects organisationnels de la gestion de fortune (chapitre 4). Dans le chapitre suivant, l'attention est consacrée au raisonnement derrière l'investissement éthique, à l'application de ce raisonnement dans la pratique ainsi qu'au volume et à l'impact de cette forme de placement (chapitre 5). Les facteurs qui peuvent inciter une caisse de pension à investir selon des critères non financiers font l'objet du chapitre suivant (chapitre 6). Un facteur spécifique qui est responsable de la retenue d'une majorité de caisses vis-à-vis de l'investissement éthique est analysé dans un chapitre suivant, consacré à la présence (ou à l'absence) d'un conflit d'intérêt entre le rendement et l'intégration de critères écologiques et sociaux (chapitre 7). Ayant discuté différents aspects liés aux critères non financiers, nous nous tournons dans deux chapitres supplémentaires vers les questions de l'influence. D'abord, l'attention porte sur le concept de la corporate governance et l'usage que font les caisses de pension des droits sociaux d'actionnaire (chapitre 8). Après, nous nous intéressons à l'influence des caisses de pension en relation avec leur stratégie de placement : selon l'allocation de leurs actifs, elles paraissent avoir plus ou moins d'influence (chapitre 9). Le tout dernier chapitre vise à résumer les différents éléments relevés dans les chapitres antérieurs, combinant les aspects liés aux critères sociaux et écologiques avec les questions de l'influence de l'investissement effectué par les caisses de pension (chapitre 10).

Il est nécessaire de mentionner une restriction que nous avons imposée au sujet de notre étude. Nous nous intéressons exclusivement à l'investissement fait en forme d'actions. Comme nous verrons dans le chapitre 4, nous restreignons ainsi notre analyse à la gestion de 25% des actifs des institutions de

prévoyance. Cette limitation peut paraître d'autant plus arbitraire qu'une caisse peut exclure l'énergie nucléaire de son investissement en actions, mais détenir en même temps des obligations de la Confédération qui elle-même est un actionnaire très important des centrales nucléaires. Si nous maintenons néanmoins cette restriction, c'est parce qu'aussi bien les critères de placement non financiers que les questions de la prise d'influence active surgissent en relation avec l'investissement en actions.

1. La problématique : le rôle des caisses comme investisseurs

Ce chapitre introductif sert dans un premier temps à situer le contexte du débat. Dans un deuxième temps, il nous amène à déduire et à délimiter un certain nombre de questions précises qui ressortent de la superposition de trois aspects différents d'une même préoccupation : le poids, l'usage fait de ce poids (les formes de prise d'influence) et les objectifs des investissements effectués par les institutions de prévoyance. En soulevant les questions à la base de notre étude, les trois sous-chapitres 1.1, 1.2 et 1.3 définissent une problématique plus restreinte à laquelle les chapitres ultérieurs tenteront de répondre de façon plus systématique. Le sous-chapitre 1.4 visualise et résume l'orientation et la structure de notre étude.

1.1 Le poids : pouvoir potentiel vs pouvoir réel

Notre réflexion autour de l'investissement social part de quelques chiffres qui permettent de situer l'importance des caisses de pension. En 1998 la fortune gérée par les institutions de prévoyance suisses s'élevait à 428 milliards de francs (OFS, 2000) – une somme qu'il s'agit de comparer avec le produit intérieur brut suisse (PIB) qui, pour la même année, n'atteint que 380 milliards (Beausoleil, 2000).

Si l'on s'intéresse uniquement à la partie des avoirs détenue sous forme d'actions, la valeur doit être ajustée en conséquence: en 1998, les caisses de pension ont placé en moyenne 15% de leur fortune dans des actions et bons de participation suisses ce qui équivalait à un investissement de 64 milliards (OFS, 2000).¹ Un dernier calcul révèle le poids relatif du deuxième pilier dans l'économie suisse : sachant qu'en 1998 la capitalisation de la bourse suisse s'est montée à 963 milliards, on peut en déduire que les caisses de pension suisses participent dans une proportion d'environ 6.6% à la propriété des entreprises suisses cotées en bourse.² Il est par ailleurs probable que cette valeur n'aura pas fini d'augmenter. D'une part, le deuxième pilier se trouve toujours en phase de croissance, les dépenses ne représentant que 60% des recettes en 1998 (Beausoleil, 2000); d'autre part, la proportion de la fortune investie en actions continuera vraisemblablement à gagner en importance. Müller (1998) estime qu'en 2010, les caisses de pension détiendront une part d'environ 22% à 23% de la capitalisation boursière suisse.

Le survol de ces statistiques sert à illustrer une première asymétrie : grâce à leur fortune investie en actions, les caisses de pension - et avec eux les membres affiliés - semblent posséder un pouvoir potentiel considérable. Le capital étant un facteur de production recherché, les investisseurs

¹ Aux 64 milliards de francs investis en actions suisses (14.9%) s'ajoutent 45 milliards (10.4%) placés dans des actions étrangères (OFS, 2000).

² Ce pourcentage peut être légèrement trop élevé puisque les caisses de pension sont libres de placer leur fortune dans des actions de petites entreprises qui ne sont pas cotées à la bourse principale. La capitalisation de ces petites entreprises n'est toutefois pas incluse dans la capitalisation boursière de 963 mia. Comme il est probable que l'investissement en ces petites valeurs est quantitativement très modeste, le pourcentage doit être nuancé, mais l'ordre de grandeur de 6% devrait rester correct.

institutionnels sont convoités et détiennent de ce fait un levier important, leur conférant en théorie un poids non négligeable dans la direction de l'économie suisse.

Or, qui dit pouvoir potentiel ne dit pas nécessairement pouvoir réel. Selon l'opinion de deux journalistes économiques, les caisses de pension ne déploient dans la pratique qu'un impact modeste sur l'orientation économique, sociale et écologique des entreprises suisses (Schöchli, 2000 ; Truttmann, 2000b). Des formules lapidaires résument ce constat: « l'influence des caisses de pensions – plus mythe que réalité » (Truttmann, 2000b), « 80 milliards et si peu d'influence » (Schöchli, 2000). En étroit lien avec la problématique de notre étude, ce contexte fait surgir une première série de questions, portant sur le poids effectif du deuxième pilier: comment les responsables des caisses de pension évaluent-ils l'influence de leurs investissements sur les structures sociales et économiques? Y a-t-il une divergence entre leur pouvoir potentiel et leur pouvoir réel ? Si oui, comment s'explique cette asymétrie ?

1.2 La médiation : la démocratie des actionnaires

En ne faisant que citer des statistiques et soupeser l'importance des paquets d'actions des caisses de pension, on passe sous silence deux facteurs. D'abord, il faut éclairer le *rôle des salariés* puisque les avoirs des institutions de prévoyance ne représentent en dernière instance rien d'autre que les salaires différés des employés, un fait reconnu par le législateur suisse qui ancre dans la loi la gestion paritaire des caisses de pension (art. 51, LPP). Ensuite, il faut spécifier les possibilités de *prise d'influence* dont disposent les caisses de pension, propriétaires d'actions. En théorie, leur influence peut se déployer de deux manières différentes : libres d'investir ou de désinvestir, les institutions de prévoyance ont la possibilité de retirer leurs investissements d'une entreprise. La menace de « l'exit » leur confère un premier outil de pression. Si par contre, elles décident d'investir dans une entreprise, elles en deviennent copropriétaires et obtiennent par conséquent les droits sociaux de l'actionnaire ou, dit de manière différente, la possibilité de « la voix ».

De la combinaison de ces deux facteurs - le rôle des employés avec l'utilisation des droits sociaux de l'actionnaire - surgit l'idée de la *démocratie actionnariale*. Selon Lordon (2000 : 12), derrière ce terme se cache « l'utopie d'actionner le levier de l'épargne salariale pour reconquérir du pouvoir sur le capital et de donner une réalité institutionnelle à l'idée que les salariés sont de véritables propriétaires puisqu'ils sont les détenteurs finaux des actions des entreprises ». L'intérêt principal de la présente étude ne porte pas sur de concepts globaux comme « la démocratie actionnariale » ou « le socialisme des fonds de pension » (Drucker, 1976) Cependant, ces idées ont le mérite d'attirer l'attention sur l'aspect de la *médiation* des intérêts des institutions de prévoyance. Nous retiendrons ainsi les questions suivantes, liées à la fois au fonctionnement de la corporate governance et à la gestion paritaire : comment les caisses de pension font-elles valoir leurs intérêts en tant qu'actionnaires ? Dans cette médiation, quelle est l'influence des employés à l'intérieur des différentes caisses de pension ? Leurs préférences dans le placement des fonds, varient-elles de celles des employeurs ?

1.3 Les objectifs : le placement comme pari dans le futur

Dans les deux derniers paragraphes, nous avons passé en revue le poids des caisses de pension et la question de la médiation de ce poids. Nous ne nous sommes cependant guère souciés des objectifs qui orientent l'investissement des institutions de prévoyance. Comme il s'agit du point le plus central de la présente étude, il faut brièvement esquisser son enjeu. Tout d'abord, c'est la loi qui spécifie trois objectifs : la sécurité, la liquidité et le rendement. Mais si l'on intègre le moyen et le long terme dans le raisonnement, d'autres finalités s'y ajoutent. Un petit détour s'interrogeant sur les conditions rendant possible le placement nous aide à les déduire. Selon Gilliland (1997), le système de financement par capitalisation – sous-jacent au deuxième pilier – ne représente rien d'autre qu'un pari sur l'avenir : le futur étant incertain, personne ne peut garantir le rendement positif à long terme des placements, ni même la possibilité de placement - car sans environnement social stable (englobant aussi bien la paix comme la maîtrise de l'inflation), tout financement par capitalisation devient caduc.³ Au bout de ce raisonnement, on peut conclure qu'un investissement soucieux des rendements à long terme comme l'est celui des caisses de pension doit assurer - outre le rendement à court terme, la sécurité et la liquidité - la *possibilité* d'investissements futurs. Ce raisonnement débouche sur un élargissement des objectifs, rationnellement poursuivis par les caisses, en y intégrant le respect de l'environnement naturel et social. Sur la base d'une réflexion plus pratique, le ministre britannique des pensions arrive à la même conclusion puisque « la nature des investissements effectués [par les institutions de prévoyance] structure le monde dans lequel les membres des caisses de pension vivent, travaillent et se mettent à la retraite » (Denham, 1998 : 1).⁴

L'intégration de considérations sociales et écologiques dans la décision de placement ne pose aucun problème tant que cet élargissement des critères n'entraîne pas de coûts en termes de rendement. Or, l'investissement respectueux du développement durable est-il vraiment gratuit ? Deux hauts fonctionnaires de l'administration des finances du canton de Saint-Gall n'en sont pas convaincus : « On ne saurait trop insister sur le fait que l'objectif majeur de la gestion de fortune consiste à réaliser des revenus élevés en tenant compte du risque. Les autres tâches ne devraient être prises en considération que dans la mesure où elles ne compromettent en rien l'objectif principal » (Angelini et Näf, 2000 : 21).

Ces différentes dimensions de l'«investissement social» ou de l'«investissement respectueux du développement durable» occuperont la place centrale dans la suite de notre analyse. A cette fin, quatre questions devront être étudiées : quels sont les critères d'investissement des caisses de pension ? Quelle proportion de caisses intègre des critères écologiques ou sociaux dans leurs investissements ? Existe-il un conflit d'intérêt entre l'objectif de rendement et les considérations sociales et écologiques ?

³ Selon Gilliland (1997), c'est une des raisons pourquoi, en Allemagne et en France notamment, l'opinion a longtemps été défavorable au financement par capitalisation.

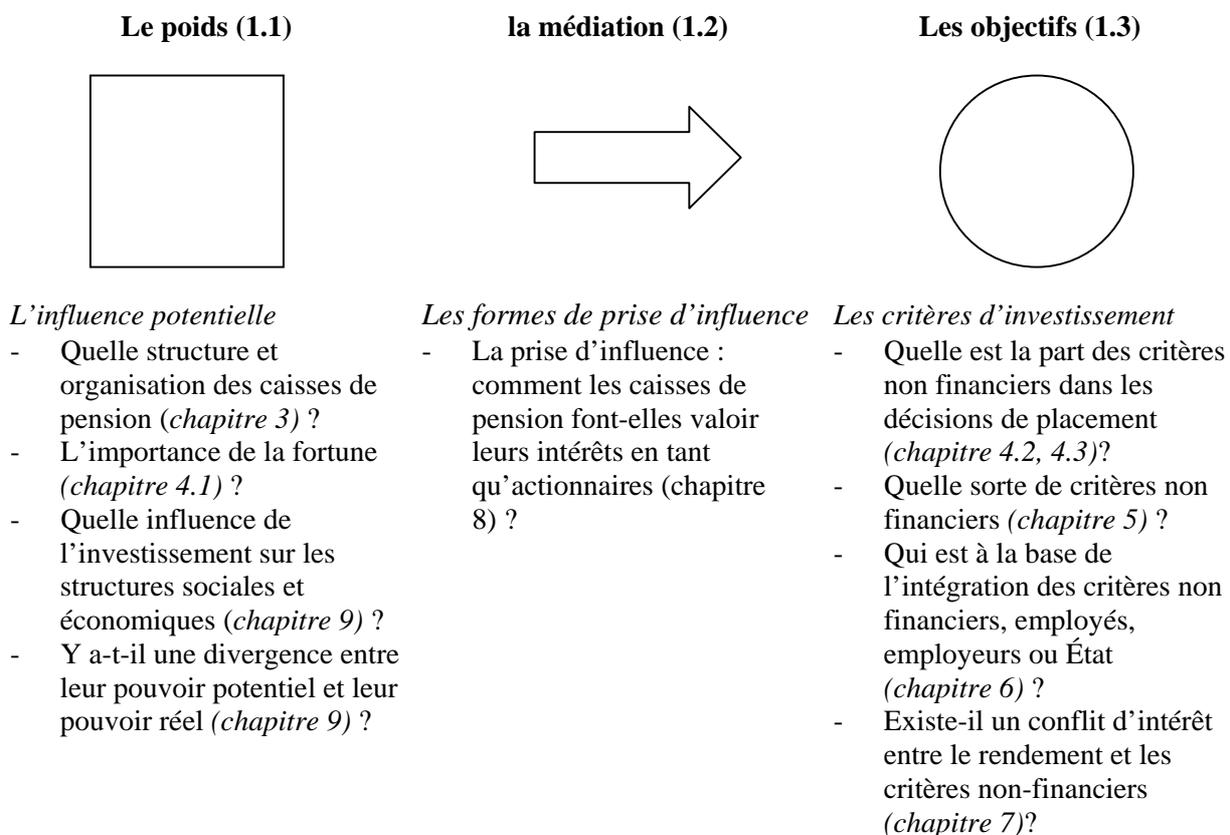
⁴ Notre traduction de : « The nature of investments made [on their behalf] shapes the world in which fund members live, work and retire » (Denham, 1998 : 1).

Quels facteurs sont nécessaires pour qu'une caisse investisse – entre autre – selon des critères écologiques ou sociaux ?

1.4 Objet et structure de l'étude : un résumé de l'approche choisie

Si l'on possède, confronté à un thème vaste et complexe, l'ambition d'en faire un tour d'horizon cohérent, toute occasion de délimitation est bienvenue. Comme notre étude s'intéresse prioritairement à la dimension écologique et sociale (« éthique ») du placement des caisses, nous ne traiterons les questions liées au poids et à la médiation de leur investissement en actions que dans la mesure où cela nous apporte une meilleure compréhension du possible impact social et écologique de ces investissements. Ainsi, bien que l'intérêt principal porte sur les critères d'investissement et les facteurs rendant possible un investissement selon des critères écologiques et sociaux, les aspects liés à l'influence et aux formes de prise d'influence doivent également être brièvement traités. Le graphique 1.1 est destiné à visualiser l'objet et la structure de notre analyse. Il résume les questions soulevées lors de la discussion des points 1.1 à 1,3. Nos résultats devront être jugés quant à leur aptitude à fournir des éléments de réponse.

Graphique 1.1 : L'orientation de l'analyse de l'investissement des caisses de pension



2. La méthodologie

La démarche méthodologique de notre étude a été dictée par notre questionnement : en nous intéressant à la politique d'investissement des caisses de pension suisses, nous étions contraint de nous renseigner directement auprès des responsables des institutions de prévoyance. S'agissant dans la présente étude d'un travail exploratoire, nous nous sommes décidé pour des entretiens en profondeur avec des questions ouvertes, privilégiant la combinaison de peu de cas et beaucoup de variables. Comme nous n'avions pas les informations précises nécessaires pour analyser une hypothèse donnée d'avance, l'alternative de beaucoup de cas et peu de variables devait être écartée.

Nous avons ainsi mené 19 interviews sur place, dont 9 avec des directeurs (ou dans trois cas des gérants du portefeuille) de 9 caisses de pension. Réparties géographiquement entre Genève et Winterthur, Bâle et Vevey, en passant par Zürich, Liestal et Berne, les caisses de pension ont été sélectionnées prioritairement d'après le critère de la forme administrative. Sur la base de cette distinction avaient été choisies :

- ❑ 3 institutions de droit public (deux cantonales et une nationale)
- ❑ 2 institutions autonomes de droit privé (créées par deux entreprises)
- ❑ 1 institution commune (créée par un holding)
- ❑ 3 institutions collectives (dont une indépendante et deux liées à des assurances)

Le point de vue des gestionnaires des caisses a été complété par une série d'interviews avec des experts de la gestion de fortune, de l'organisation de la prévoyance professionnelle ou des marchés financiers. La liste de ces experts est composée de :

- ❑ 2 actuaires (un indépendant, un engagé par une banque privée)
- ❑ 2 collaborateurs d'une fondation de placement « éthique » (le directeur et le président)
- ❑ 2 représentants syndicaux, responsables pour le deuxième pilier (le président d'une association des employés dans les institutions de prévoyance ; la secrétaire d'une organisation syndicale faîtière)
- ❑ 1 représentant d'une banque exclusivement active dans le marché « éthique »
- ❑ 1 analyste financier spécialisé dans les questions du développement durable
- ❑ 1 professeur d'université spécialisé dans la finance
- ❑ 1 collaborateur de l'Office fédéral des statistiques, responsable de la statistique de la prévoyance professionnelle

Dans l'annexe 1 figurent les noms et les lieux des institutions de nos 19 interlocuteurs sélectionnés.

Notre questionnaire était dominé par trois aspects différents de la même problématique : (a) les critères d'investissement et les facteurs décisifs pour qu'une caisse intègre des critères non financiers ; (b) l'influence potentielle et réelle des caisses de pension ; (c) les formes de prise d'influence (corporate governance) et le rôle des employés. Sur la base de ces trois thèmes, nous avons abordé une douzaine de questions ouvertes dans le cadre d'un entretien d'environ une heure. Les questions sont reproduites dans l'annexe 2.

Bien que nous nous soyons principalement appuyé sur ces sources orales, certaines sources écrites se sont avérées d'une grande utilité. Ce sont d'abord les articles parus dans les revues spécialisées de la prévoyance professionnelle et de la gestion de fortune ainsi que les enquêtes menées par des banques ou des groupes financiers auprès des caisses de pension. Par ailleurs, nous avons également puisé dans quelques publications scientifiques, dans les recueils de données de l'Office fédéral des statistiques et dans de nombreux articles de la presse économique, consacrés à l'activité des caisses de pension. Ces apports sont mentionnés dans la bibliographie.

3. Nombre, taille et organisation des caisses de pension suisses

En Suisse, le deuxième pilier est à la fois caractérisé par une fortune très importante ainsi qu'une très grande fragmentation des institutions gérant cette fortune. C'est au cours de ce chapitre que nous essayons de rassembler les éléments qui permettent de situer les caisses de pension dans leur contexte. Il s'agit notamment de décrire le nombre d'institutions existantes (3.1), de présenter la taille de ces institutions (3.2) et de résumer brièvement leur organisation. Un aspect de leur organisation revêt une importance particulière pour la suite de notre étude, à savoir la gestion paritaire (3.3).

3.1 Le nombre d'institutions de prévoyance

Le tableau 3.1 donne une première idée de l'atomisation des caisses de pension en Suisse. En 1998, l'Office fédéral des statistiques recensait 10 380 institutions. Si l'on s'intéresse toutefois au trend temporel, on constate un processus de concentration : entre 1978 et 1998, le nombre de caisses a diminué de 40%, tandis que pour les onze dernières années de cette période (1987 - 1998) le nombre d'assurés est pratiquement resté constant, s'élevant en 1998 à 3.14 millions (OFS, 1998, 2000). La diminution des institutions s'explique d'une part par l'affiliation de nombreuses petites et moyennes entreprises à des fondations collectives (ou dans une moindre mesure à des fondations communes), d'autre part par la dissolution de nombreuses institutions à la suite de fusions ou de liquidations d'entreprises qui se répercutent sur les statistiques (OFS, 1998).

Tableau 3.1 : Le nombre d'institutions de prévoyance et d'affiliés

Année	1970	1978	1987	1992	1994	1996	1998
Institutions de prévoyance	15 581	17 060	15 179	13 689	12 851	11 572	10 380
Nombre d'affiliés en millions	1.278	1.581	3.266	3.431	3.239	3.148	3.140

Sources : OFS (1998) ; Beausoleil (2000).

Ces chiffres ne transmettent cependant qu'une image partielle. Dans le domaine de la prévoyance professionnelle, l'immense majorité des prestations est assumée par les caisses de pension enregistrées⁵ et les caisses offrant des prestations sur-obligatoires. Si l'on s'intéresse uniquement à ces caisses, environ 6600 institutions doivent être écartées des statistiques. Il s'agit dans la plus grande partie de fonds de bienfaisance (offrant des prestations bénévoles). Dans une proportion moindre, on y retrouve des institutions gelées (qui sont sur le point de cesser leurs activités), des fondations de financement et des institutions d'épargne. A l'exception des institutions d'épargne (qui ne sont destinées qu'à l'épargne de vieillesse), ces caisses n'ont pas d'assurés. Une fois déduites ces institutions, le chiffre de 3800 traduit mieux le nombre de caisses de pension en charge de la

⁵ C'est-à-dire des caisses inscrites dans le registre de la prévoyance professionnelle *obligatoire*.

prévoyance professionnelle. Les 6600 institutions restantes ne jouent qu'un rôle très marginal à l'intérieur du deuxième pilier, suggérant par leur nombre une image trompeuse de la réalité.

3.2 La taille des caisses de pension

Les assurés du deuxième pilier se répartissent de manière très inégale sur les caisses de pension. Le tableau 3.2 montre que parmi les 3800 institutions qui ont des assurés, 95 caisses englobent plus de deux tiers de tous les membres. Autrement dit, 70% de tous les assurés sont affiliés auprès de seulement 2.5% des caisses. Ce constat met en évidence une des caractéristiques du paysage suisse des caisses de pension : à côté d'une centaine de très grandes caisses avec plus de 5000 assurés n'existent plus que 3000 petites et très petites caisses avec moins de 500 assurés. La différence de taille se traduit dans des différences au niveau de l'organisation interne et de la politique de placement.

Tableau 3.2 : les caisses de pension selon le nombre de leurs assurés, en 1998

<i>Institution avec ... assurés</i>	<i>Nombre d'institutions</i>	<i>Nombre d'assurés</i>	<i>Nombre moyen d'assurés</i>
De 1 à 99	2065	65612	32
De 100 à 499	1200	275 958	230
De 500 à 999	222	153 782	693
De 1000 à 4999	215	455 557	2119
Plus de 5000	95	2 188 736	23 039
Total	3797	3 139 645	827

Source : Beausoleil (2000).

La taille des caisses de pension peut également être déterminée selon l'importance des avoirs gérés. En 1998, la fortune totale du deuxième pilier s'est montée à 428 milliards de francs (OFS, 2000). Faute de données détaillées pour cette année,⁶ le tableau 3.3 reproduit un classement d'après la fortune gérée pour l'année 1996. Il faut toutefois garder en tête qu'entre 1996 et 1998, la fortune des institutions de prévoyance s'est accrue de 80 milliards.

En 1996, 52 caisses détenaient plus d'un milliard de francs. Ensemble, ces 52 institutions possédaient la moitié de la fortune totale du deuxième pilier. A l'autre bout de l'échelle se trouvaient les avoirs des 5738 institutions sans assurés, ne gérant que 0.5% des avoirs totaux.

⁶ L'office fédéral des statistiques ne publiera les données complètes du sondage 1998 qu'en novembre 2000.

Tableau 3.3 : les caisses de pension selon le total de leur bilan, en 1996

<i>Total du bilan en mio frs</i>	<i>Institutions (entre parenthèses le % du total)</i>	<i>Total du bilan en mio de frs (entre parenthèses le % du total)</i>	<i>Somme moyenne par institution en mio de frs</i>
0.001 – 1	5738 (50%)	1913 (0.5%)	0.3
1 – 100	5356 (46.5%)	63941 (18.3%)	11.9
100 – 1000	365 (3.1%)	98 630 (28.6%)	270
Plus de 1000	52 (0.5%)	182 899 (52.6%)	3 520
Total	11 513 (100%)	348 294 (100%)	30 250

Source : OFS (1998)

Remarque : A l'opposé du tableau 3.2, ce tableau inclut *toutes* les institutions de prévoyance, y compris les institutions n'ayant pas d'assurés.

Peu importe que l'on considère la répartition des assurés ou celle de la fortune à l'intérieur du deuxième pilier, les conclusions se ressemblent fortement: bien que la Suisse compte plusieurs milliers d'institutions de prévoyance (3800 ou 10 400 en 1998 selon la définition choisie), une centaine de caisses rassemblent à elles seules deux tiers des membres affiliés et de la fortune gérée. Malgré ces grandes caisses, le système suisse reste fortement fragmenté - un constat qui peut être illustré par un exemple du canton de Genève où la prévoyance professionnelle de la fonction publique cantonale est organisée par cinq caisses différentes.⁷

3.3 L'organisation des caisses de pension

Dans son enquête bisannuelle, l'Office fédéral des statistiques distingue quatre formes administratives : (1) l'institution collective, créée par une compagnie d'assurance, une banque ou une société fiduciaire ; (2) l'institution commune, créée par une association; (3) l'institution de droit public, créée par la Confédération, un canton ou une commune; (4) l'institution autonome créée par une entreprise, un groupe, un holding ou une société mère. Pour la problématique de notre étude, la forme administrative revêt une importance uniquement en ce qui concerne la politique de placement. Dans le cas de l'institution collective, les différentes entreprises affiliées délèguent la gestion de la fortune en règle générale entièrement à l'assurance (ou la banque) qui est à la base de la fondation. Par cette délégation, ces caisses abandonnent les décisions de placement à une institution financière et n'ont plus aucune influence sur la gestion.

⁷ Une première pour le personnel enseignant de l'instruction publique et des fonctionnaires de l'administration cantonales (la CIA), une deuxième pour le personnel des établissements médicaux publics (la CEH), une troisième pour les fonctionnaires de la ville de Genève, des services industriels et des communes (la CAP), une quatrième pour les fonctionnaires de la police et de la prison (la CP) et une cinquième pour le personnel des transports publics (TPG) (Pittet, 1997 ; CIA, 2000).

Tableau 3.4 : l'importance quantitative des différentes formes administratives en 1996

<i>Forme administrative</i>	<i>Nombre d'institutions</i>	<i>Nombre d'assurés</i>	<i>Nombre d'employeurs affiliés</i>
Institutions collectives	139	1 076 000	173 090
Institutions communes	142	569 510	93 839
Institutions de droit public	125	530 601	5701
Institutions d'un groupe	1278	655 227	6620

Source : OFS (1998).

De la forme administrative découlent également des implications importantes pour l'organisation de la *gestion paritaire* d'une caisse. En théorie, la loi sur la prévoyance professionnelle stipule le principe de la parité pour toutes les caisses de pension (art. 51, LPP). En pratique, cette cogestion est fortement limitée dans le cas de l'institution collective puisque la gestion de la fortune est en règle générale déléguée à une assurance. Les employés d'une entreprise affiliée à une fondation collective ne participent par conséquent pas à la gestion paritaire et ne disposent ainsi d'aucune influence sur l'administration de la fortune (Stauffer, 1998).⁸ Sachant qu'en 1996 un tiers des assurés du deuxième pilier l'étaient auprès d'une institution collective (voir tableau 3.4), le rayonnement de la gestion paritaire et l'influence des employés sur les investissements des caisses de pension doivent être nuancés une première fois.

Dans le cas d'une institution autonome de droit privé, créée par une entreprise, la gestion paritaire est mieux appliquée. Toujours est-il dans ce cas que la dépendance économique de l'employé envers l'employeur (« la crainte de déplaire ») peut induire l'employé à un alignement sur les positions de l'employeur (Groux, 1998). Il semble ainsi que la position de l'employé est la plus confortable à l'intérieur des institutions communes⁹ ou des institutions de droit public.¹⁰

Un dernier aspect de l'organisation des caisses de pension ne retiendra pas notre attention dans les pages suivantes, à savoir le système de primauté qui est à la base des pensions.¹¹ Nous suivons l'argument selon lequel la gestion de l'assurance et la gestion de la fortune représentent deux tâches différentes. Alors que la primauté accordée aux cotisations, ou au contraire aux prestations, revêt une grande importance pour l'accomplissement de la première tâche, cette caractéristique n'influe que très peu sur le deuxième aspect.

⁸ « L'exercice d'une influence directe [par les représentants de l'employeur et des employés] sur la gestion d'une institution collective n'est possible ni de droit, ni de fait » (Stauffer, 1998 : 191).

⁹ Les institutions communes s'insèrent souvent dans une convention collective du travail (CCT) d'une branche donnée. C'est pour cette raison que, dans ces conseils de fondation paritaires, les intérêts des employés sont parfois défendus par des représentants syndicaux.

¹⁰ La gestion paritaire peut être restreinte par les décisions unilatérales prises par le gouvernement ou le législateur.

¹¹ Dans le système de la primauté des prestations, la caisse garantit à l'assuré une prestation fixée à l'avance (p. ex. 60% du dernier salaire). Sous ce régime, l'institution assume à elle seule le risque d'un rendement. Dans le système de la primauté des cotisations, le montant de la rente dépend uniquement des cotisations versées (et du rendement réalisé sur ces fonds). Le risque de la gestion est supporté par chacun des assurés. En 1998, 0.8 millions d'assurés ont profité du système de la primauté des prestations contre 2.3 millions d'assurés sous le régime de la primauté des cotisations (OFS, 2000).

4. La gestion de la fortune: placement, organisation et critères

Après avoir passé en revue le nombre, la taille et l'organisation des caisses de pension dans le chapitre précédent, nous devenons plus spécifiques dans ce chapitre en traitant exclusivement des aspects de la gestion de fortune. Dans un premier temps, nous nous intéressons à l'allocation des avoirs afin d'évaluer le pourcentage de la fortune investi en actions et l'évolution dans les prochaines années de ce même pourcentage (4.1). Dans un deuxième temps, nous traitons brièvement l'organisation de la gestion afin de discuter plus particulièrement l'influence des employés sur la stratégie de placement (4.2). La dernière partie est consacrée à une question centrale de cette étude, à savoir les critères d'investissement des caisses de pension. A l'aide de deux enquêtes, nous essayons de retracer les aspects prioritaires du placement, en portant une attention particulière aux critères non financiers (4.3).

4.1 L'allocation de la fortune

En 1998, la fortune totale des caisses de pension s'est élevée à 427.75 milliards de francs suisses. Comme nous l'avons écrit sous point 1.1, ces avoirs se trouvent toujours en phase de croissance. En 1987, la fortune des caisses de pension (257 mia) ne représentait que 65% du PIB suisse tandis que onze ans plus tard, le même rapport est d'environ 110%. D'après les estimations de l'UBS le deuxième pilier continuerait de croître jusqu'au milieu des années 2020. Selon le taux de rendement de cette fortune, le moment du tournant interviendra autour de ce moment (Baldenweg-Bölle, 1995).¹²

Le rendement étant une fonction de l'allocation des actifs, nous nous y intéressons un peu plus en détail. La gestion de la fortune est régie par trois exigences légales : (1) la *répartition du risque* (art. 50, OPP 2) qui oblige la caisse de pension de «répartir ses disponibilités entre les différentes catégories de placements, des débiteurs de qualité irréprochable ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques». (2) le *rendement* (art. 51, OPP 2), l'institution de prévoyance doit «tendre à un rendement correspondant aux revenus réalisables sur le marché de l'argent, des capitaux et des immeubles». (3) la *liquidité* (art. 52, OPP 2) qui exige de la caisse de pension qu'elle veille «à ce que les prestations d'assurance et de libre passage puissent être versées dès qu'elles sont exigibles. Elle répartit sa fortune de façon appropriée en placements à court, moyen et long terme».

Le tableau 4.1 montre comment ces impératifs de placement sont traduits dans la pratique. En moyenne, l'investissement en obligations (suisses et étrangères 30.7%) représente la part la plus importante en 1998. La part placée en actions s'en approche toutefois (suisses et étrangères 25.3%), devançant de loin le troisième poste, l'investissement en immeubles et terrains (13.1%).

¹² L'UBS relève que ce changement induira «un nouveau rôle pour les caisses de pension. Alors qu'elles étaient des investisseurs auparavant, elles seront de plus en plus à l'origine de baisses de prix sur les marchés immobiliers ou des capitaux» (Baldenweg-Bölle, 1995: 8).

Tableau 4.1 : l'allocation de la fortune des caisses de pension suisses en 1998

<i>Genre de placement</i>	<i>En milliards de francs</i>	<i>En % du total du bilan</i>
Liquidités et placement à court terme	39.5	9.2
Créances et prêts	7.9	1.8
Créances et participations auprès de l'employeur	46.9	10.9
Obligations suisses	76.2	17.8
Obligations étrangères	55.3	12.9
Actions suisses	63.8	14.9
Actions étrangères	44.3	10.4
Hypothèques	26.3	6.1
Immeubles et terrains	56.4	13.1
Autres placements	11.2	2.6
Total	427.8	100

Source : OFS (2000)

Remarques : aucune distinction n'est faite dans le tableau entre les placements directs et les placements indirects/collectifs (parts à des fonds de placement, créances envers des fondations de placement, etc.). La part des placements directs s'élève à 86.9% tandis que celle des placements indirects se monte à 12.4% (le reste consistant en « d'autres actifs » (OFS, 2000)).

Si nous nous intéressons de plus près à l'investissement en actions, nous pouvons constater que cette part¹³ s'est accrue entre 1994 et 1998 de 114% pour les actions suisses (de 29.8 mia à 63.8 mia) et même de 184% pour les titres étrangers (de 15.6 mia à 44.3 mia). Et cette croissance n'a très vraisemblablement pas touché à sa fin : selon une enquête récente,¹⁴ les caisses de pensions interrogées prévoient d'augmenter leur part investie en actions d'actuellement 29% à 34% d'ici cinq ans (Robeco, 2000 : 84). Il est à relever que les institutions publiques ne se distinguent pas des caisses privées en ce qui concerne le placement en actions : une enquête auprès des caisses de pensions publiques révèle pour l'investissement en actions un pourcentage légèrement plus élevé (31%) qui s'explique toutefois par la taille moyenne supérieure des institutions sélectionnées (Swissca, 2000 : 9).¹⁵

Si l'on analyse les pourcentages placés en actions, il ne faut toutefois pas oublier qu'il s'agit de valeurs moyennes. Une caisse qui possède un taux de couverture¹⁶ supérieur à 100% a une capacité de risque supérieure et peut ainsi investir la partie de sa fortune qui excède ses engagements envers les assurés intégralement en actions, le placement qui offre à la fois le plus grand risque et le plus grand rendement potentiel.

¹³ Placements directs et indirects confondus.

¹⁴ Il s'agit de l'enquête Robeco (2000) sur les placements des caisses de pension 1998 – 2000, menée auprès de 259 institutions gérant une fortune de 225 milliards de francs. Les très grandes institutions étant sur représentées, cette étude donne des renseignements particuliers sur la gestion de la fortune des grandes caisses.

¹⁵ L'enquête Swissca (2000) a été menée auprès de 42 institutions de prévoyance des corporations de droit public. Les caisses qui ont participé représentent ensemble plus de la moitié des assurés de toutes les institutions publiques. Leur fortune moyenne s'élève à 1.79 mia.

¹⁶ Par taux de couverture, nous entendons le rapport entre la fortune et les engagements envers les assurés d'une institution de prévoyance.

4.2 L'organisation de la gestion

L'organisation de la gestion de la fortune s'appuie en règle générale sur un *règlement de placement* qui définit de quelle manière une caisse s'organise pour la prise des différentes décisions d'investissement. C'est à l'intérieur d'un tel règlement que les compétences des personnes ou des organes sont définies (Biedermann, 2000). Sur les 252 institutions interrogées lors de l'enquête Robeco (2000), la très grande majorité (86%) affirme disposer d'un tel règlement de placement.

La question de savoir qui a la compétence des « décisions de placement » nous donne une première indication sur l'influence des employés sur les investissements des caisses de pension. Le tableau 4.2 résume les résultats de l'enquête Robeco (2000). Les réponses se répartissent entre le conseil de fondation, la commission de placement, les services financiers de la société fondatrice, les gérants de portefeuille internes et les mandataires externes. De ces cinq instances énumérées, uniquement le conseil de fondation et - une fois sur deux - la commission de placement interne sont composés de manière paritaire. Dès que la décision de placement est déléguée aux gérants de portefeuilles internes, au service financier de la société fondatrice ou à des mandataires externes, l'influence des employés sur la gestion de leur épargne forcée s'estompe.

Il faut toutefois relativiser ces résultats en soulignant la formulation trop imprécise de la question. Les institutions interrogées n'auraient ainsi pas toutes compris la même chose par le terme « décisions de placement » (Biedermann, 2000 : 42). Le conseil de fondation devrait avoir au moins le contrôle de l'allocation stratégique de la fortune et du choix des gérants internes et externes (ibid.).

Tableau 4.2 : Instances exécutives des décisions de placement en %

Mandataires externes	29%
Commission de placement interne	27%
Conseil de fondation lui-même	16%
Gérants de portefeuilles internes	15%
Services financiers de la société fondatrice	13%

Source : Robeco (2000 : 43).

La prise de décision concernant le placement dépend également du genre de placement impliqué. En ce qui concerne la liquidité, l'attribution d'hypothèques ou le placement dans des biens immobiliers, plus de 80% des caisses prennent les décisions sur le *plan interne*. Pour la gestion des portefeuilles d'actions (et d'obligations), une caisse sur deux délègue la gestion à une *instance externe* (Robeco, 2000 : 44) - une différence qui s'explique par la complexité supérieure de ce type de gestion. Parmi les institutions responsables de la gestion de portefeuille externe, on trouve en Suisse - dans l'ordre d'importance - les grandes banques suisses, les banques privées, les banques cantonales et d'autres sociétés de gestion de fortune (Robeco, 2000 : 64).

4.3 Les critères d'investissement

La question des critères d'investissement se trouve à la base de notre étude : quels sont les critères qui régissent le placement de l'épargne forcée du deuxième pilier ? Dans le cadre des enquêtes Robeco (2000) et Swissca (2000), une question similaire a été posée à 249 caisses de toutes sortes (Robeco) ou à 33 institutions de droit public (Swissca) respectivement.

Dans l'enquête de Robeco, les caisses de pension ont été interrogées sur « les aspects prioritaires de la stratégie de placement des caisses de pension ». En reproduisant les réponses, le tableau 4.3 montre que les institutions s'alignent principalement sur les exigences légales qui sont de garantir la sécurité et un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités (Art. 71 LPP, Art. 50 – 52 OPP 2). La maximisation du rendement constitue ainsi pour 80% des caisses un aspect prioritaire, suivie par la minimisation des risques que 70% des institutions jugent primordiale.¹⁷ La contrainte du rendement minimum de 4%, prescrit par la législation en la matière, préoccupe moins de 40% des caisses. Notre attention principale porte toutefois sur la réponse « critères non financiers » : de l'échantillon de 249 caisses, 25 (10%) déclarent tenir compte des critères non financiers dans leur stratégie de placement. Par critères non financiers, il faut entendre des considérations écologiques et/ou sociales.

Tableau 4.3 : Aspects prioritaires de la stratégie de placement des caisses de pension

<i>Aspects prioritaires</i>	<i>Nombre de réponses affirmatives</i>
Maximisation de la performance	198
Minimisation des risques de placement	174
Rendement annuel minimum de 4%	96
Prédilection pour les placements en Suisse	25
Critères non financiers	25

Source : Robeco (2000 :46).

Remarque : 249 caisses de pension interrogées, présence de réponses multiples.

L'enquête Swissca, menée auprès des institutions de droit public, s'appuie sur une question plus technique, à savoir « l'orientation de la stratégie de placement ». Comme il ressort du tableau 4.4, les réponses ne font pas mention du rendement ou du risque, mais des moyens qui permettent d'obtenir un certain rendement et de répartir le risque. L'intérêt du tableau réside cependant dans le fait que les critères éthiques et écologiques ont été mentionnés au même titre que le secteur ou l'approche top down comme ligne directrice de l'investissement. Des 33 caisses qui ont répondu, 9 (27%) déclarent intégrer des critères non financiers dans leur orientation de la stratégie de placement. 12% des institutions interrogées ont déjà confié des mandats en fonction de principes écologiques ou sociaux (Curti, 2000 : 55).

¹⁷ Les institutions de prévoyance interrogées ont pu donner des réponses multiples.

Tableau 4.4 : Orientation de la stratégie de placement (caisses de pension publiques)

Selon les secteurs	8
Selon les pays et les régions	9
Les deux approches	16
Éthiques et écologiques	9
Bottom up	3
Top down	9
Les deux approches	8

Source : Swissca (2000 : 14).

Remarque : Présence de réponses multiples, 33 caisses de pensions publiques interrogées.

A première vue, les deux enquêtes montrent une sensibilité relativement répandue parmi les caisses de pension pour les critères non financiers : entre 10% et 27% des institutions interrogées déclarent intégrer des préoccupations écologiques et/ou sociales dans leur stratégie de placement. Ce constat doit pourtant être nuancé. Comme nous verrons sous le point 5.3, le volume des placements éthiques effectués par les caisses de pension (en Suisse et à l'étranger) n'est estimé qu'à 2 milliards de francs, représentant ainsi moins que 2% de l'investissement total en actions du deuxième pilier. Si une grande caisse avec une fortune de 5 milliards investit 25 millions dans un fonds de placement qui tient compte des critères écologiques et/ou sociaux, elle aura placé 0.5% de ses avoirs selon de tels critères non financiers. Nos interviews nous suggèrent que parmi les caisses affirmant intégrer des critères non financiers, une majorité n'investisse qu'une partie modeste selon ces critères.

Avant de creuser davantage cette question du volume de placement, nous nous intéresserons dans le chapitre suivant d'abord au concept du placement écologique et/ou social : qu'est-ce que les financiers entendent sous le terme d'investissement « éthique », « écologique » ou « social » ? Comment fonctionne-t-il et quel est l'impact sur le rendement ?

5. L'intégration de critères non-financiers

Dans le chapitre précédent, les résultats de deux enquêtes ont révélé que 27% des grandes caisses publiques et 10% des grandes caisses de tout genre intègrent des critères non financiers dans leur orientation de placement. Au cours de ce chapitre, nous étudions plus en profondeur ce que l'on entend concrètement par critères non financiers. Un bref aperçu historique complète un tour d'horizon des différents termes utilisés en relation avec le concept de « l'investissement éthique » (5.1). Dans un deuxième temps, il s'agit d'analyser l'aspect technique de la mise en œuvre de ces critères en différenciant de manière schématique trois approches (5.2). Le chapitre termine avec une discussion de l'étendue de « l'investissement éthique » en Suisse (5.3). En présentant différentes pratiques, ce sous-chapitre prépare le terrain à la discussion des facteurs responsables pour qu'une caisse de pension intègre des critères non financiers dans ses décisions de placement.

5.1 Le raisonnement derrière l'intégration de critères non financiers

Dans un aperçu historique, l'investissement selon des critères non financiers émerge pour la première fois dans un contexte *religieux* : à la fin du 19^e siècle, des communautés religieuses américaines commencent à exiger de leurs banques de ne plus placer de l'argent dans l'industrie de l'alcool, des jeux et de l'armement (Schneeweiss, 1998). Au cours des années 60 et 70 de ce siècle, les critères non financiers acquièrent une connotation *politique* : engagées dans les mouvements contestataires de la guerre au Viêt-nam et - surtout - du régime d'Apartheid, de nombreuses caisses de pension, d'administrations publiques et d'universités américaines retirent leurs avoirs des industries liées à l'effort de guerre au Viêt-nam et au régime de l'Afrique du Sud (Bosshard, 1998). Au milieu des années 80, les préoccupations *écologiques* commencent à être intégrées dans les décisions de placement, un fait reflété par la croissance rapide de l'offre de « fonds verts ». Ce passage vers l'écologie traduit également le passage des critères négatifs vers les critères positifs, de l'exclusion à l'encouragement (Schneeweiss, 1998). Depuis quelques années, l'aspect *social* s'ajoute de plus en plus à l'aspect environnemental dans les décisions d'investissement, donnant lieu à l'investissement *socialement responsable* dans la sphère anglo-saxonne, à l'investissement respectueux du *développement durable* sur le continent européen.

Le terme le plus usuel pour décrire le placement orienté par les critères énumérés, religieux, politiques, écologiques ou sociaux s'appelle *investissement éthique*. Ulrich et al. (1998: 8) reprennent la définition très large d'un fonds de placement anglais pour en rendre compte : « l'investissement éthique cherche à investir dans des entreprises qui contribuent positivement au monde et tente d'éviter les entreprises qui nuisent au monde, aux populations ou à la nature. »

En Suisse, le terme « éthique » est évité par les fonds de placement et les investisseurs institutionnels car trop flou et risquant de réveiller des attentes morales trop élevées. Dans les quelques règlements de placement des caisses qui mentionnent explicitement des critères non financiers, référence est faite à la

notion de *développement durable*.¹⁸ En relation avec la politique d'investissement, l'avantage de ce concept réside d'après Müller (1999 : 16) dans le fait « qu'outre des aspects économiques et financiers, les intérêts sociaux et écologiques sont intégrés et communiqués sur un pied d'égalité dans le processus d'analyse et donc dans la décision de placement. » A l'intérieur de cette même approche qui évite toute référence à l'éthique, l'intégration de critères sociaux et environnementaux est justifiée de manière rationnelle : grâce à la prise en compte de l'attitude des entreprises envers leurs partenaires et vis-à-vis de l'environnement naturel, l'analyse financière traditionnelle est enrichie par des informations supplémentaires. En tenant compte des critères non financiers, l'investisseur élargit l'approche de la « shareholder value » par la vision du stakeholder, en s'intéressant également aux relations de l'entreprise avec les collaborateurs, les fournisseurs, les clients, les collectivités publiques et les actionnaires (Biedermann, 1998).

Un simple constat résume cette motivation d'intégrer des critères non financiers: « un investisseur qui possède 10% d'une entreprise n'a pas seulement droit aux 10% du profit, mais il est également co-responsable de 10% des émissions de l'entreprise ainsi que de 10% des emplois » (Müller, 1998 : 76).

5.2 L'application des critères non financiers dans la stratégie de placement

Le fait d'ancrer le respect du développement durable dans le règlement de placement (comme le font certaines grandes caisses publiques) ne dit que peu sur la forme de l'investissement même. Premièrement, l'importance des avoirs en actions placés selon des critères non financiers n'est pas définie. D'une caisse à l'autre, cette proportion peut osciller entre 0.5% et 100%. Deuxièmement, il existe toute une gamme de stratégies de placement qui s'insèrent - à distance variable - entre les deux pôles de l'orientation au marché d'un côté et de l'orientation aux critères non financiers de l'autre.

De manière schématique, trois types d'approches peuvent être distingués en Suisse: (1) l'approche best-of-class, (2) l'approche indice et (3) l'approche bottom-up.¹⁹ Les trois types peuvent être combinés avec un filtre, «une liste négative», qui exclut dès le début les entreprises de certains secteurs d'activité, identifiés comme « généralement nuisibles ». Selon l'offrant qui peut être une fondation de placement, une société de participation, une institution commune ou un fonds d'une banque, ces critères d'exclusion vont plus ou moins loin. Une fondation de placement romande évite ainsi l'armement, l'énergie nucléaire, le tabac et les jeux de hasard tandis qu'une institution collective

¹⁸ « Un développement est durable lorsqu'il permet de satisfaire les besoins des générations présentes tout en préservant la capacité des générations futures de répondre aux leurs » (CIA, 2000).

¹⁹ Dans l'approche *bottom-up*, on s'intéresse tout d'abord aux qualités intrinsèques des entreprises dans lesquelles on veut investir sans trop se soucier (au moins a priori) de l'équilibrage du portefeuille en terme de zones géographiques, de secteurs économiques ou de monnaie.

Dans le langage financier, *top-down* se réfère à une sélection de titres qui reproduit une répartition déterminée d'avance de pays, de branches et de monnaies et ceci avant que l'on ne s'occupe des entreprises dans lesquelles on veut investir.

Ces approches se combinent entre elles : une approche *best-of-class* peut ainsi s'orienter au concept de *bottom-up* tandis que l'approche *indice* signifie en règle générale une sélection des titres du portefeuille sur la base du concept *top-down*.

zurichoise exclut tout investissement - outre dans les secteurs mentionnés plus haut - dans des entreprises engagées dans des « activités qui violent les droits de l'homme, menacent la santé ou nuisent à l'environnement ».²⁰

Cette première exclusion faite, les différences deviennent manifestes entre les approches: dans l'approche *best-of-class* (1), les meilleures entreprises de différentes branches (« class ») sont sélectionnées du point de vue économique, écologique ainsi que social. Comme il ne s'agit pas d'identifier les « sustainability leaders » en général, mais seulement relatifs aux différentes branches, les actions d'entreprises pétrolières peuvent aussi bien être intégrées dans le portefeuille comme celles d'une entreprise productrice de voitures ou de ciment.

La deuxième approche suit un *indice* (2) qui sert comme « benchmark », c'est-à-dire une mesure de comparaison comme par exemple le SMI, le SPI ou le Dow Jones. Pour un petit marché comme le suisse, l'indice (le SMI) est dans un premier temps copié tel quel. Dans un deuxième temps, l'analyse financière détermine les titres à retenir pour les soumettre dans un troisième temps à l'analyse écologique et sociale qui se greffe sur les valeurs retenues. En fonction du résultat de cette double analyse environnementale et sociale, les bonnes entreprises sont surpondérées, les mauvaises souspondérées. Aucun titre n'est cependant écarté à la suite d'un rating social ou écologique négatif.²¹

Dans la troisième approche *bottom-up* (3), un grand nombre d'entreprises sont évaluées selon leur bilan écologique et social. De cette analyse sont retenus les titres qui affichent une performance sociale et écologique supérieure la moyenne. Ce n'est qu'à ce moment qu'intervient l'analyse financière qui sélectionne parmi les entreprises respectueuses de l'environnement et des stakeholders celles qui promettent également un rendement satisfaisant.

Ulrich et al. (1998 : 35) soulignent le fait que les différentes stratégies de placement reflètent l'importance de la prise en compte des aspects non financiers : « du rendement avec un peu d'éthique ou de l'éthique avec du rendement ? » Tant que l'analyse financière précède l'analyse écologique et sociale, l'attention prioritaire semble porter sur l'aspect financier. D'après les mêmes auteurs, ceci semble également être le cas dans les deux approches *best-of-class* et *indice* qui - par souci de diversifier le risque - introduisent des restrictions supplémentaires aux critères sociaux et écologiques par le fait qu'elles suivent une répartition par branches et par monnaies ou reproduisent un benchmark (Ulrich et al., 1998).

Comme nous le verrons dans le chapitre 10, un aspect inhérent aux trois approches déploie une influence considérable sur les entreprises, à savoir le rating. Certains offrants publient les résultats du

²⁰ Concrètement, il s'agit entre autre de l'exclusion des secteurs liés aux organes génétiquement modifiés (OGM) et des entreprises ou banques soutenant des régimes dictatoriaux.

²¹ Ceci s'explique entre autre par la petite taille du marché suisse où certaines grandes entreprises comme Roche, Novartis ou Nestlé représentent en janvier 2000 pour 17%, 16% ou 11% respectivement de la capitalisation du SMI. En les écartant, le risque d'un rendement déviant de l'index (le *tracking error*) s'accroît fortement.

rating écologique et social et poussent par ce biais les entreprises évaluées, soucieuses de leur image auprès du public, d'améliorer leur bilan dans les domaines analysés.²² L'impact des critères non financiers peut en plus être renforcé par l'usage actif des droits sociaux, conférés par la propriété des actions. Cette interprétation active du rôle de l'actionnaire n'est de nouveau pas liée à une approche spécifique et sera discutée dans le chapitre 8 consacré à la corporate governance.

5.3 L'investissement conforme à des critères non financiers dans la pratique suisse

Selon la source, les estimations du volume d'argent investi dans des placements respectueux du développement durable varient considérablement. La Banque Cantonale Zurichoise estime que près d'un milliard de capitaux de caisses de pension est investi conformément aux critères écologiques et sociaux (Curti, 2000). Le chiffre le plus souvent cités est plus élevé, provenant de l'étude d'une entreprise de consultation qui estime la fortune investie en Suisse selon des critères non financiers entre 3.2 et 3.8 milliards de francs (VTZ, 2000). D'après l'avis des experts interrogés, environ 50% de cette somme appartient aux caisses de pension. Si l'on tient compte de la croissance très soutenue du secteur de placement « durable » qui s'est située entre 20 à 30% au cours de ces dernières années, les avoirs du deuxième pilier investis en actions « durables » (suisse et étrangères) sont estimés à environ 2 milliards de francs. Mais comme cette estimation ne répertorie seulement les placements auprès des institutions spécialisées (fonds et fondations de placement, sociétés de placement), les mandats de gestion directs auprès des banques ne sont pas pris en considération. Le chiffre avancé doit par conséquent être revue par le haut. Ceci est d'autant plus nécessaire si l'on sait qu'une seule caisse de prévoyance romande place l'ensemble de ses actions, valant 1.5 milliards de francs, selon les critères sociaux et écologiques. Compte tenu de la difficulté de saisie, une estimation plus globale du volume des placements durables des caisses de pension aboutirait ainsi à une valeur avoisinant les 3 milliards de francs en 2000. Comparés aux 108 milliards que les institutions de prévoyance ont investis en actions en 1998, les placements durables s'élèvent à moins de 3% de la fortune totale.²³ En évaluant cette valeur, il ne faut toutefois pas oublier que les possibilités de placement respectueuses du développement durable, bien qu'en pleine croissance, restent encore largement insuffisantes pour absorber la totalité des investissements des caisses de pension suisses.

Il est extrêmement difficile de savoir sur combien de caisses de pension se répartit la fortune investie conformément aux critères sociaux et écologiques. A titre d'illustration, on peut se pencher sur le nombre des caisses qui investissent auprès d'un des deux grands offrants sur le marché des placements durables, à savoir une fondation de placement romande et une société de participation zurichoise. Au

²² Les trois approches confondues, c'est l'analyse sociale qui, par sa complexité, pose le plus de problèmes d'application concrète. Les fondations ou fonds de placement qui intègrent à la fois une évaluation écologique *et* sociale sont ainsi encore rares en Suisse, tandis que les fonds verts abondent.

²³ Comme la part investie en actions a augmenté entre 1998 et 2000, le chiffre de 108 milliards est trop bas. Le pourcentage de 2% surestimerait ainsi l'importance des placements durables.

milieu de l'année 2000, la fondation compte 83 caisses pour des avoirs placés de 820 millions (dont environ 10% sont composés par des obligations) tandis que la société de participation déclare gérer une fortune qui avoisine les 200 millions pour 30 à 50 caisses. Si l'on y additionne tous les acteurs institutionnels qui investissent dans les fonds verts, durables et socialement responsables ainsi que les quelques petites institutions de prévoyance alternatives, le nombre de caisses suivant l'approche durable devrait facilement dépasser la centaine. Il ne faut toutefois pas surestimer ce nombre car la majorité de caisses effectuent les placements éthiques auprès de plusieurs gérants afin de diversifier le risque. Il est ainsi probable qu'une partie des caisses qui investissent dans la fondation romande citée soient également actionnaires de la société de participation zurichoise.

L'intérêt de savoir combien de caisses investissent selon des critères non financiers n'est toutefois que minime tant que l'on ne connaît pas les parts placées de cette manière. Et c'est ici que les politiques des caisses divergent. D'un côté, il y a un petit nombre de caisses qui exigent pour la totalité de leurs investissements en actions que les aspects sociaux et écologiques soient pris en compte au même titre que l'aspect financier. Comme exemples peuvent être cités deux petites institutions collectives (Nest et Abendrot), qui garantissent aux entreprises affiliées l'intégration des aspects non financiers dans tous les placements. Un cas similaire est représenté par une grande caisse publique (la CIA), qui oblige tous ses gérants (huit pour les actions suisses et cinq pour les actions monde) de démontrer leur aptitude à savoir intégrer l'exigence du développement durable. De l'autre côté se trouvent les caisses qui n'investissent qu'une fraction de leur fortune dans un fonds vert ou une fondation de placement « durable », comme c'est le cas pour une très grande caisse publique qui place 2.5% de ses avoirs en actions « durables », avec l'objectif d'arriver à moyen terme à un pourcentage de 5%.

Comme cités sous point 5.2, Ulrich et al. (1998) prétendent que tant que l'analyse financière précède l'analyse écologique et sociale, l'attention prioritaire semble porter plus sur le rendement et moins sur l'éthique. Dans le marché suisse du placement durable, la majorité des institutions financières sélectionne d'abord les entreprises financièrement solides avant d'évaluer les aspects non financiers (Ulrich et al., 1998). La préférence pour une telle approche soucieuse de ne pas sacrifier de rendement au développement durable, s'explique entre autre par des contraintes légales : une caisse de pension qui renonce à une fraction du rendement, risque d'agir contre la loi sur la prévoyance professionnelle qui exige des caisses de pension un rendement minimum de 4% par année (nous y reviendrons plus en détail dans le chapitre 7).

Cette obligation d'avoir un rendement adapté au marché se reflète dans les stratégies de placement. Une institution de prévoyance n'investirait ainsi que très exceptionnellement dans le *community development*, une forme de placement favorisant le troisième secteur (l'économie de proximité) relativement répandue dans la sphère anglo-saxonne. Au niveau des actions, les caisses de pension investissent au contraire dans les grandes capitalisations qui offrent les possibilités de placement pour

une combinaison de rendement élevé et de risque plutôt bas.²⁴ Comme nous le verrons dans les chapitres consacrés à la corporate governance et à l'influence (8 et 9), en investissant dans les grandes valeurs, les caisses évitent également de se retrouver avec trop d'influence sur une entreprise spécifique. Cette orientation de placement ne se répercute pas seulement sur le pouvoir de la caisse (qui reste dans une grande capitalisation un actionnaire très minoritaire), elle est également responsable pour le fait qu'une majorité de l'investissement respectueux du développement durable profite aux très grandes entreprises souvent multinationales.²⁵

5.4 L'efficacité des différentes approches d'investissement alternatives

Les experts interrogés s'accordent à dire que l'application des *critères d'exclusion* seule constitue un moyen très peu efficace pour changer le comportement d'une entreprise. D'après la littérature, le placement dans les titres d'une entreprise particulièrement écologique (comme dans l'approche *best-of-class*) ne paraît pas non plus déployer un très grand impact sur la politique d'une entreprise car c'est l'ancien propriétaire qui reçoit le capital des actions et non pas l'entreprise même (Ulrich et al., 1998 :12). Étant intéressé au long terme, l'investisseur qui achète les actions durables aide au moins à réduire les fluctuations boursières d'une entreprise (Bosshard, 1998).

Un impact plus significatif est attribué à la pratique du *rating* qui se trouve à la base de la composition d'un portefeuille respectueux du développement durable. En demandant aux entreprises de produire des informations sur la politique environnementale et sociale, les institutions chargées du rating donnent des signaux au marché et contribuent de cette façon à sensibiliser les entreprises aux critères non financiers. L'efficacité du rating est encore renforcée si les résultats sont rendus publics dans un guide destiné aux investisseurs, influant ainsi directement sur l'image de marque d'une entreprise.

C'est une pratique intimement liée au rating qui a l'effet le plus important sur l'orientation d'une entreprise, à savoir le *dialogue*. En posant des questions portant sur les aspects non financiers directement au management d'une entreprise, le fonds de placement ou l'investisseur peuvent inciter l'entreprise à des changements de politique (Müller, 1999). Deux ans de suite, une très grande entreprise suisse avait ainsi refusé le dialogue avec une fondation de placement spécialisée dans le développement durable, l'argument étant que si l'investisseur n'était pas content, il n'avait qu'à vendre les actions – un conseil que la fondation ne suivait pas, continuant d'attribuer à l'entreprise un rating écologique et social insuffisant. Après deux ans de silence, l'entreprise avait changé d'avis et s'était ouverte au dialogue, la mauvaise publicité du rating négatif avait commencé à déranger le management. Plusieurs interlocuteurs insistent ainsi sur l'importance de s'impliquer activement, soit

²⁴ Le développement des placements dans l'économie de proximité s'explique, pour les pays anglo-saxons, entre autre par la taille des économies nationales et par l'atomisation du marché boursier. Les marchés boursiers suisse et hollandais sont par contre très fortement concentrés sur quelques grands titres qui représentent 70% de la capitalisation boursière.

²⁵ La Banque Alternative BAS ne propose pas de fonds d'actions avec l'argument que les avoirs placés dans les grandes capitalisations n'ont qu'un impact limité sur l'économie réelle. L'objectif de la BAS consiste cependant à apporter de l'argent à l'économie de proximité des petites et moyennes entreprises pas cotées en bourse.

en dialoguant avec la direction de l'entreprise, soit en s'exprimant lors de l'assemblée générale en tant qu'actionnaire critique. Selon leur avis, c'est de cette manière que les caisses de pension peuvent faire valoir leur mandat de représenter des milliers d'affiliés, assurant une certaine pression sociale en mobilisant l'opinion publique. Ces aspects de la prise d'influence active seront traités plus en profondeur dans le chapitre 8 (notamment 8.2), consacré à la corporate governance. Avant d'analyser l'actionnaire actif, il nous faut toutefois étudier les facteurs qui peuvent inciter une caisse de pension à intégrer des critères non financiers dans ses décisions de placement.

6. Les facteurs à la base de l'investissement éthique

Dans le présent chapitre, nous essayons d'identifier les facteurs responsables pouvant inciter une caisse de pension à intégrer des critères non financiers dans ses décisions de placement. La question nous paraît pertinente parce qu'elle permet de connaître les conditions nécessaires pour la prise en compte dans l'investissement des aspects sociaux et écologiques. Tout en étant conscients que les motivations d'investir selon ces critères sont multiples, nous tentons de distiller quelques éléments décisifs en discutant le rôle des employés (6.1), des employeurs (6.2) et de l'État (6.3).

6.1 Les employés: parité et politisation

La décision de certaines caisses de pension d'appliquer des critères non financiers est intimement liée au virage vers les actions qui s'est dessiné pendant les années 90 au sein du deuxième pilier. L'exemple de la CIA, la caisse des fonctionnaires du canton de Genève, est parlant à cet égard : avec un taux de couverture largement inférieure à 100% et une structure d'âge défavorable,²⁶ la CIA s'est vue contrainte d'augmenter la part des investissements en actions, ces derniers étant à long terme plus rémunérateurs que d'autres formes de placement (Biedermann, 1998). Or, ce changement a rencontré de fortes résistances auprès des assurés, souvent politisés et orientés à gauche, pour qui les perspectives d'aller à la bourse réveillaient « des craintes anti capitalistes », comme le formule un interlocuteur proche de la CIA. Le résultat était un compromis : une fois le choc idéologique digéré, les assurés étaient d'accord d'augmenter la part des actions sous la condition que des considérations sociales et écologiques soient intégrées dans le choix des titres.

L'intérêt de cette expérience réside dans le fait qu'elle met en évidence deux facteurs qui se trouvent à la base de l'intégration des critères d'investissement non financiers par les caisses de pension, à savoir la *parité* et la *politisation*. Si les gestionnaires des caisses et les experts extérieurs interrogés s'accordent sur le fait que l'investissement éthique représente - en règle générale - plutôt une sollicitation des employés, encore faut-il que cette préoccupation puisse être exprimée et soit prise en compte. C'est pour cette raison qu'une *gestion paritaire* intacte revêt une importance certaine car le contrôle de l'allocation stratégique de la fortune ressort de la compétence du conseil de fondation, qui doit être composé de manière paritaire. Un interlocuteur avance ainsi une première explication au fait que les caisses de droit public sont largement surreprésentées parmi les institutions de prévoyance investissant selon des critères non financiers : en présence d'un employeur obligé à observer une certaine neutralité dans le secteur public, les employés osent affirmer des points de vue divergents avec la direction ou les représentants de l'employeur, une pratique moins courante dans le secteur privé où la gestion paritaire n'existe souvent que sur le papier - surtout dans les institutions collectives gérées par les assurances (voir point 3.3 pour une discussion de la parité).

Si le fonctionnement paritaire représente dans de nombreux cas une condition nécessaire pour la prise en compte du développement durable, il n'en est toutefois pas une condition suffisante. Le fait que les

²⁶ Une baisse chronique du rapport du nombre de cotisants par pensionné.

employés aient une influence réelle sur la politique de placement d'une caisse ne mène pas automatiquement à une intégration des critères sociaux et écologiques tant que les assurés ne partagent pas les préoccupations du développement durable. C'est pour cette raison que les experts interrogés considèrent la *politisation* des employés comme l'élément clef pour qu'une caisse investisse selon des critères non financiers. Selon leur avis, la demande de tenir compte de ces aspects non financiers surgirait typiquement dans des secteurs syndiqués, proche des milieux rose-verts ou des organisations non gouvernementales et églises. On peut ainsi avancer l'hypothèse que ce sont les caisses dominées par des professionnels *socio-culturels* (engagé dans la santé, les services sociaux, l'éducation, la formation, la culture) qui ont la plus grande probabilité d'intégrer des aspects non financiers dans le placement.

L'argument de la politisation explique de deux manières la prépondérance des institutions de droit public parmi les caisses intégrant l'approche du développement durable dans leur décision de placement : premièrement, les milieux socio-culturels sont largement surreprésentés dans le secteur public. Il paraît probable que c'est déjà sur la base de leurs valeurs – qui sont également à la base de l'investissement éthique – qu'ils choisissent de travailler pour l'État plutôt que pour une entreprise privée (Kriesi, 1998 : 173). Deuxièmement, le lien des caisses avec la politique est forcément plus étroit dans le secteur public. Le directeur de la caisse du canton de Bâle-Campagne affirme ainsi recevoir régulièrement des demandes d'investissement éthique de la part des assurés, des parlementaires verts et sociaux-démocrates ainsi que de l'exécutif cantonal. Un représentant du Conseil d'État siège dans le conseil de fondation de la caisse et transmet la pression politique dont il fait l'objet dans le parlement du canton. De pareilles sollicitations sont également connues dans d'autres régions comme le prouvent l'expérience citée de la CIA dans le canton de Genève ou deux motions déposées dans le parlement de la ville de Zurich. Deux conseillères vertes y ont exigé de la très grande caisse de pension municipale qu'elle tienne compte des « critères éthiques, écologiques et sociaux » dans le placement et qu'elle mette du capital-risque à la disposition des petites et moyennes entreprises (Hildebrand, 1998).

Moins développée que dans le secteur public, la sensibilité politique n'en est pas pour autant absente parmi les employés du secteur privé comme le montre l'exemple de Novartis où le conseil de fondation a débattu au début de l'année 2000 sur la façon dont il pourrait combiner la gestion de la fortune avec le respect du développement durable – ceci malgré le scepticisme du directeur de la caisse (Hengartner, 2000). Différents experts interrogés déclarent cependant que l'investissement éthique ne fait pas partie des sollicitations de la base de leur caisse de pension.²⁷ Un constat similaire s'applique aux organisations représentant les employés : la politique de placement du deuxième pilier n'y constitue pas une préoccupation prioritaire. A part quelques actions individuelles plutôt isolées

²⁷ Cet avis est émis par les gérants de caisses de deux très grandes entreprises, par un actuaire indépendant et un actuaire employé par une banque privée ainsi que par le président de l'Association des représentants des employés dans les institutions de prévoyance.

(voir Oetliker, 2000 ; Schöchli, 2000), les syndicats n'ont ouvert qu'un débat timide autour de l'investissement éthique des caisses de pension.

6.2 Les employeurs : l'enchevêtrement des intérêts

Évaluant le rôle des employeurs dans l'investissement éthique, il nous paraît moins pertinent d'expliquer pourquoi certains employeurs introduisent le développement durable dans la politique de placement de « leurs » caisses de pension que de montrer pourquoi certains *ne les intègrent pas* - ceci pour la simple raison que dans la pratique, seulement une infime minorité des institutions autonomes liées à des entreprises privées intègre des préoccupations non financières dans le placement.

Toute explication de cette retenue des caisses privées - qui contraste avec le plus grand engagement des caisses de droit public - doit se pencher sur les conflits d'intérêt qui peuvent exister entre les affaires de l'entreprise d'un côté et l'allocation des actifs de l'institution de prévoyance de l'autre.²⁸

Parlant de la prise d'influence active des caisses de pension (« corporate governance »), un expert du deuxième pilier soutient que « faire de l'opposition contre l'ordre économique établi est très difficile, surtout pour les institutions de prévoyance privées. Celles-ci reçoivent souvent des directives très étroites de l'entreprise » (propos de Biedermann, in : Schneider et al., 1998 : 708). Dans la même ligne s'insère le constat d'un autre interlocuteur qui explique la retenue et la discrétion des caisses publiques par l'enchevêtrement de l'économie suisse. Une caisse de pension privée doit ainsi surtout se garder de nuire à l'image ou aux relations d'affaires de la maison mère. Il est ainsi difficilement imaginable que la caisse de pension du CS Group fasse un rating écologique ou de la pression actionnariale sur une entreprise comme Nestlé, si l'on sait que le CEO de Nestlé, P. Brabeck, siège également dans le conseil d'administration de la banque. Au niveau des grandes entreprises suisses, l'interdépendance entre les conseils d'administration est un phénomène courant. A titre d'exemple, on peut penser au CEO du CS Group, L. Mühlemann, qui fait également partie du conseil d'administration de Swiss Re, ou au CEO de Novartis, D. Vasella, qui siège dans le conseil d'administration du CS Group (Brogli, 2000). Cet enchevêtrement du paysage économique suisse est encore mieux illustré par R. Jeker qui siège dans huit conseils d'administration, dont cinq comme président (Seiler et Weber, 2000).²⁹ Ces cumuls de fonctions et de loyautés soulèvent également des questions sur l'indépendance des grandes banques, de leurs institutions de prévoyance et des fonds « durables » qu'elles commencent à offrir. Comme le note la *Neue Zürcher Zeitung* après le licenciement d'un analyste financier du Crédit Suisse Private Banking, sanctionné pour une analyse trop négative du SAir Group - un client très important du CS Group -, il s'agit d'une indépendance toute relative (Gabriel-Schneider, 2000).

L'enchevêtrement des intérêts des grands acteurs économiques se répercute de deux manières sur les stratégies de placement des caisses de pension. D'une part, cela se traduit dans une stratégie qui évite

²⁸ Nous ne faisons pas référence aux investissements des institutions de prévoyance auprès de leur employeur (en forme de crédits ou d'actions). Une pratique encore répandue qui perd toutefois de l'importance et qui n'a pas d'influence directe sur l'investissement selon de critères non financiers.

²⁹ A savoir Batigroup, Feldschlösschen, Georg Fischer, Messe Bâle et Swiss Steel (Seiler et Weber, 2000).

toute « politique », soit au niveau des critères sociaux ou écologiques, soit au niveau de la prise d'influence active. Plusieurs gestionnaires d'institutions privées déclarent suivre une approche discrète afin d'éviter toute publicité. Deuxièmement, comme la politique est réduite à un strict minimum, le rôle du conseil de fondation se limite à quelques rares décisions stratégiques et à l'activité de contrôle. Une observation qui est confirmée par les gérants de portefeuille de deux institutions privées : outre un rapport trimestriel et l'exigence d'atteindre un rendement comparable à un benchmark défini d'avance, ils sont très libres dans l'allocation des actifs – au point qu'un des gérant interrogé considérerait une hypothétique directive du conseil de fondation, l'obligeant à intégrer des critères non financiers, comme une ingérence dans son domaine de compétence qu'est le placement. Cet exemple nous suggère une troisième hypothèse explicative liée aux mentalités : à l'opposé des milieux socio-culturels, les professionnels de la gestion de fortune ont un potentiel de protestation moindre. Par leur socialisation commerciale ou juridique, l'engagement pour les aspects sociaux et écologiques constitue une préoccupation moins répandue.

Nous avons argumenté qu'une grande partie des *caisses privées* renoncent à intégrer des critères d'investissement non financiers pour trois raisons : (a) les conflits d'intérêts des employeurs liés à plusieurs entreprises, (b) des gérants mobiliers très indépendants d'un conseil de fondation passif et (c) une mentalité peu favorable à l'engagement normatif, à l'occurrence social et écologique. A ces trois facteurs s'ajoutent deux autres éléments qui sont cependant aussi valables pour le secteur privé que pour celui public, pour les caisses dominées par les employés que celles dominées par l'employeur, à savoir : (d) l'anticipation d'un conflit d'intérêt entre les critères non financiers et le rendement et (e) la conviction que ce ne soit pas aux caisses de pension de s'ériger en autorité morale du marché. L'argument très central du conflit entre l'éthique et le rendement retiendra notre attention au cours du chapitre 7.

Or, en ayant longuement discuté les raisons de la retenue des caisses privées, nous avons passé sous silence le fait qu'un petit nombre d'entreprises tiennent néanmoins compte des exigences du développement durable dans leur politique de placement. Selon nos interlocuteurs, elles peuvent être divisées en deux catégories: la première consiste en de petites entreprises, composées en partie par des professionnels socio-culturels, où ces derniers s'occupent de manière active de ce qui se passe avec leur épargne du deuxième pilier. Pour ces entreprises privées, les deux mêmes facteurs se trouvent à la base de l'investissement éthique que dans les caisses du secteur public, dominées par les employés, à savoir la *parité* et la *politisation*. Ces mêmes éléments peuvent être absents de la deuxième catégorie qui regroupe des entreprises souvent familiales, dominées par des employeurs patriarcaux qui observent les nouvelles modes de management avec un certain scepticisme. Dans ces caisses, ce sont les patrons qui exigent qu'une partie de l'argent de la prévoyance soit investie dans des entreprises fonctionnant de la même manière que la leur, c'est-à-dire des entreprises respectueuses de l'environnement et des collaborateurs.

6.3 L'État : une loi incitative au Royaume-Uni

Dans les deux sous-chapitres précédents, nous avons décrit comment l'initiative d'intégrer les critères non financiers venait dans une majorité des caisses d'*employés* avec une sensibilité politique et dans une minorité des cas de *patrons* défenseurs d'une vision de l'entreprise vertueuse. Un exemple de l'étranger montre cependant qu'outre ces deux partis, une troisième force peut se trouver à la base de l'investissement éthique, à savoir le *gouvernement*.

L'action du gouvernement britannique est partie d'un constat simple : en 1996, les fonds de pension du Royaume-Uni ont investi 830 milliards de livres (environ 2075 milliards de francs suisses), une somme si gigantesque « qu'inéluctablement, elle déploie un impact sur le monde dans lequel les membres des caisses vivent » (Denham, 1998 : 1). Après un long processus de consultation,³⁰ le gouvernement britannique a décidé d'obliger les institutions de prévoyance à adopter deux nouvelles règles : depuis juillet 2000, elles sont tenues d'une part de préciser si elles tiennent compte – et si oui, dans quelle forme - des critères sociaux, environnementaux et éthiques dans leurs choix financiers. D'autre part, elles doivent dévoiler leur politique en relation avec l'exercice de leurs droits de vote en tant qu'actionnaires.³¹ N'obligeant les caisses de pension qu'à la transparence, la loi ne dicte aucune politique particulière aux gestionnaires des caisses. Mais en exigeant de la transparence en matière d'investissement, le gouvernement cherche à inciter les conseils de fondations et les assurés à une meilleure prise en compte des aspects non financiers.³² Et certains indicateurs suggèrent qu'il soit en train de gagner ce pari : selon une enquête menée par un cabinet de consultants britannique, parmi les 25 plus importants fonds de pension du pays, 21 vont désormais s'intéresser aux investissements socialement responsables (Booth, 2000). Une immense caisse de pension comme « British Telecom Pension Scheme » avec des avoirs de 29 milliards £ a publié en 1999 déjà sa politique en matière de placement social ; une autre caisse – le fonds de pension « Universities Superannuation Scheme » (20 mia £) - a annoncé qu'elle recrutera un ou deux employés supplémentaires qui seront chargés du dialogue avec les entreprises en matière de responsabilité sociale (Shepherd, 2000). Même si c'est probable qu'une partie seulement des actifs des caisses sera concernée par l'intégration des critères non financiers, cela modifiera néanmoins en profondeur les pratiques de placement.

L'innovation britannique, est-elle exportable ? Selon le porte-parole d'un gestionnaire d'actifs « éthiques » suisse, les pouvoirs publics norvégiens et helvétiques étudieraient un moyen de suivre

³⁰ Au cours duquel le scepticisme du principal groupe d'intérêt, la *National Association of Pension Funds*, a dû être surmonté (Longley, 1999).

³¹ Dans le texte original, les formulations suivantes ont été utilisées : « - the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments ; - their policy (if any) in relation to the exercise of the rights (including voting rights) attaching to investments » (Müller, 1999 : 4).

³² Le ministre des pensions, en charge lors de l'élaboration de la loi, John Denham, souligne l'effet que la loi aura sur les assurés : « Il se peut que certains conseils de fondations continuent d'être mal à l'aise avec des stratégies d'investissement éthiques. C'est leur affaire. La différence cruciale sous cette mesure est que ce ne sera pas seulement leur affaire : les membres de leurs institutions connaîtront leur politique, et ils voudront avoir quelque chose à dire sur ce qui se passe avec les actions du fonds de pension » (Denham, 1998 : 6 ; notre trad.).

l'exemple du Royaume-Uni (Booth, 2000). Un fait qui n'est pas confirmé par l'instance suisse compétente de la prévoyance professionnelle, l'Office fédéral des assurances sociales qui déclare ignorer la question. Un analyste financier suisse, spécialiste du développement durable, est néanmoins convaincu que si une place financière de l'importance de l'Angleterre introduit de telles règles, d'autres gouvernements et investisseurs institutionnels ne pourront plus ignorer le sujet pendant longtemps.

7. Le conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers

« Si un assuré me demande d'intégrer des critères non financiers, je lui réponds que je suis prêt à le faire s'il se contente de rentes moins élevées lorsqu'il prendra sa retraite. » L'avis de cet interlocuteur, directeur d'une grande fondation collective, est représentatif d'un grand nombre de gestionnaires de caisses qui récusent l'investissement selon de critères non financiers de peur que ces derniers ne dépriment le rendement. Dans le présent chapitre, nous nous proposons d'étudier ce conflit d'intérêt en trois temps. Dans un premier temps, nous mettons en évidence les différentes positions des responsables de caisses de pension à l'aide d'une petite typologie (7.1). Le deuxième point est consacré à l'analyse du raisonnement théorique qui sous-tend ces différentes positions, une attention particulière étant accordée au rôle des externalités (7.2). Dans une dernière partie, nous résumons quelques éléments empiriques dans l'espoir d'éclaircir au moins partiellement le lien entre les critères non financiers et le rendement (7.3).

7.1 Quatre visions de la relation entre le rendement et le non financier

La majorité des caisses de pension suisses n'intègrent pas de critères non financiers dans leur décision de placement pour une raison simple : les responsables des institutions ne sont pas d'accord d'échanger une partie de la performance financière contre une meilleure performance écologique ou sociale de leur portefeuille. Outre le fait qu'ils considèrent que ce n'est pas leur tâche de s'ériger en autorité morale du marché³³, ils pensent surtout qu'ils n'ont pas le droit de sacrifier une partie du rendement des cotisations de leur assurés (Coudret, 1997).³⁴ Ce raisonnement présuppose - au moins implicitement - l'existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement d'un côté et la prise en compte des aspects environnementaux et sociaux de l'autre.

Interrogé sur l'opportunité d'intégrer des aspects non financiers dans la gestion de la fortune, un actuaire répond par une question qui illustre cette position : « est-ce qu'un conseil de fondation peut se permettre une moindre rentabilité de ses avoirs face aux deux ennemis de la prévoyance professionnelle qui sont l'inflation et le vieillissement démographique ? » Cette position n'est toutefois pas incontestée. Pour un petit groupe de caisses de pension la question de l'actuaire est mal posée. Loin de se faire au détriment du rendement, l'intégration des critères sociaux et écologiques permet, de leur point de vue, de sélectionner les entreprises qui ont un potentiel de rentabilité supérieur à la moyenne.

Les différentes positions peuvent être mises en évidence à l'aide d'un tableau croisé. Si l'on combine la perception des acteurs, «il existe un conflit entre le rendement et les critères non financiers» (oui / non), avec leur action, «la caisse intègre de critères non financiers dans sa décision d'investissement»

³³ « On peut se demander pourquoi les caisses de pension devraient jouer au gendarme social, culturel et politique ou devenir des pourvoyeurs de capitaux » (Coudret, 1997 : 58).

³⁴ Ceci d'autant moins s'il l'on sait que des trois cotisants - employeur, employé et rendement -, c'est le dernier qui contribue le plus fortement au montant final de la rente.

(oui / non), on obtient quatre types d'investisseurs dont au moins deux relèvent d'une pertinence empirique. Le tableau 7.1 montre ces quatre positions.

Tableau 7.1 : existence d'un conflit d'intérêt entre le financier et le non financier

Intégration des critères non financiers dans l'investissement en actions

		oui	non
<i>Existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers</i>	oui	<u>Les alternatifs</u>	<u>Les réalistes</u>
	non	<u>Les harmonistes</u>	<u>Les indifférents</u>

Les termes choisis pour définir les quatre types sont arbitraires et pourraient être remplacés par d'autres comme « traditionalistes » pour les réalistes, « paresseux » pour les indifférents, « innovateurs » pour les harmonistes et « idéalistes » pour les alternatifs. Le problème majeur persiste que tous ces termes traduisent des jugements de valeurs à priori non désirés.

De ces catégories mises en évidence dans le tableau, c'est celle des *réalistes* qui demande le moins d'explications. Persuadé de l'existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers, ce groupe d'investisseurs ne place pas d'argent selon les exigences du développement durable. Ce courant doit son nom à sa conviction que la mission des caisses de pension consiste en la gestion de la fortune des membres et non pas en la réforme du système économique en place. Ce *réalisme* est illustré par la citation d'un spécialiste genevois de la gestion institutionnelle : « Primum vivere, deinde philosophare... Il me semble que la justice sociale requiert donc avant tout un financement adéquat des retraites » (André Baladi, cité par Coudret, 1997 : 55).

Tandis que l'attitude *réaliste* est la plus répandue parmi les caisses de pension en Suisse, celle *indifférente* l'est le moins. Ce n'est guère surprenant car cette position abrite une contradiction fondamentale qui la rend irrationnelle: malgré le fait que les responsables de ces institutions ne perçoivent aucun conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers, ils ne prennent pas en considération des aspects écologiques ou sociaux dans leur décision de placement – par indifférence ou par paresse.

A l'autre extrême du type *indifférent* se trouve le type *alternatif* qui représente l'approche éthique la plus exigeante mais qui sort du cadre de la prévoyance professionnelle : les investisseurs qui appartiennent à cette catégorie renoncent de bon gré à une partie du rendement afin de placer leur argent conformément aux valeurs sociales et écologiques, considérant le conflit d'intérêt entre la rentabilité et les objectifs non financiers comme inévitable.³⁵ Dans sa forme pure, ce type se retrouve

³⁵ Analogue à cette approche, certains auteurs soulignent que des conflits d'intérêt ne peuvent pas seulement exister entre les critères financiers et non financiers, mais également entre les critères non financiers eux-mêmes.

en Suisse uniquement dans deux banques, qui demandent à leurs épargnants s'ils acceptent des taux d'intérêt inférieurs aux taux du marché pour qu'elles puissent accorder des crédits d'incitation à des projets écologiques ou sociaux.

La loi sur la prévoyance professionnelle, en obligeant les caisses de pension à assurer un rendement correspondant aux revenus réalisables au marché et rapportant un minimum de 4%, exclut en principe une telle pratique de placement pour le deuxième pilier. Implicitement, un petit nombre d'institutions est néanmoins d'accord de ne pas maximiser la performance financière au profit d'un meilleur bilan social et écologique de leur portefeuille. Dans une très modeste mesure, ce constat s'applique à toutes les caisses intégrant des critères non financiers si l'on tient compte du fait que la complexité de l'analyse environnementale et surtout sociale entraîne des coûts de gestion supérieurs à la gestion traditionnelle. Cependant, tous les responsables interrogés, proches de ce type, minimisent les modestes sacrifices de rendement en mettant l'accent sur le long terme qui est censé approcher la rentabilité de leur fortune de celles-ci des caisses gérées de manière traditionnelle.

L'accent sur le long terme nous approche du dernier type, celui des *harmonistes*, pour qui les aspects financiers et non financiers, loin d'entrer en conflit, se complètent mutuellement. L'intégration des critères sociaux et écologiques aide à différencier deux entreprises qui du point de vue financier présentent un bilan pareil. Autrement dit, « la combinaison des deux types de critères [financiers et non financiers] semble contribuer positivement à la performance et par conséquent apporter une réelle valeur ajoutée à la gestion » (Biedermann, 2000 : 46). S'inspirant du concept du développement durable, cette vision présente pour une partie des caisses de pension un chemin viable, leur permettant de combiner un rendement satisfaisant avec la prise en compte des préoccupations non financières.³⁶

Sur le marché de la gestion de fortune « éthique », la grande majorité des offrants se réclame de cette logique harmonieuse. Un interlocuteur qui défend cette approche emprunte une image du paysage partisan allemand pour décrire la différence entre les *alternatifs* et les *harmonistes* : tandis que les premiers ressembleraient au courant des « Fundis » (fondamentalistes) à l'intérieur du parti vert, les seconds s'apparenteraient aux « Realos » (réalistes) parmi les écologistes allemands. Un autre interlocuteur faisant partie des *alternatifs* confirme indirectement cette comparaison en attribuant à l'approche du développement durable (privilegiée par les *harmonistes*) le mérite d'avoir sorti le débat autour de l'investissement éthique des milieux rose-verts.

7.2 Le lien théorique entre le rendement et les critères non financiers

La différence entre la vision conflictuelle (« l'éthique va au détriment du rendement ») et la vision complémentaire (« le développement durable enrichit l'analyse financière ») doit être discutée sur la

La poursuite d'un objectif écologique peut ainsi très souvent aller à l'encontre d'une exigence sociale (Müller, 1998).

³⁶ L'avis du chef de la trésorerie fédérale qui est le responsable du placement de la caisse de pension fédérale est à ce titre exemplaire : « Natürlich brauchen wir eine gute Rendite, aber wer sagt denn, dass dies im Widerspruch zu nachhaltigem Wirtschaften stehen soll ? Im Gegenteil : Ich bin überzeugt, dass vor allem Unternehmen, die umwelt- und sozialverträglich produzieren, langfristig gute Rendite vorweisen » (cité par Oetliker, 2000).

base des éléments théoriques qui sous-tendent les deux approches *réalistes* et *harmonistes*, les deux autres types relevant de peu de pertinence empirique.

Au niveau théorique, les *réalistes* et les *harmonistes* ont recours au même concept pour justifier la présence ou l'absence d'un conflit d'intérêt entre rendement et aspects éthiques, à savoir la notion d'*externalité*. Définie comme le bénéfice ou le coût que subit un tiers par l'action d'un particulier (Rutherford, 1995), l'externalité est intimement liée aux notions de « critères sociaux et écologiques » ou de « développement durable ». L'application des critères écologiques ou sociaux signifie dans le contexte de l'investissement éthique que des entreprises qui créent des externalités négatives (en forme de pollution, de charges financières accrues pour les collectivités publiques ou de soutien à des régimes illégitimes) sont sous-pondérées ou exclues du portefeuille d'un investisseur.

D'après les gérants qui rejettent les critères non financiers, la prise en compte des externalités fait fléchir le rendement du portefeuille pour deux raisons liées entre elles: d'une part, en introduisant de critères non financiers, l'investisseur exclut de bon gré un nombre d'entreprises potentiellement rentables et réduit ainsi son choix de placement. D'après la théorie financière traditionnelle, ces contraintes d'exclusion représentent une restriction artificielle dans l'optimisation du portefeuille et ne peuvent que se répercuter négativement sur le rendement. D'autre part, cette restriction est d'autant plus nuisible pour la performance qu'elle signifie qu'un investisseur intègre de manière volontaire les coûts externes en n'investissant que dans des entreprises qui internalisent ces externalités négatives. Mais en dépensant davantage pour des impôts, des systèmes de récupération ou des plans sociaux en cas de licenciements, ces « bonnes entreprises » peuvent être moins rentables que leurs concurrents qui réussissent à externaliser les mêmes coûts.³⁷ Selon la théorie des biens publics, les objectifs économiques ne sont qu'identiques avec les objectifs sociaux et écologiques en l'absence de coûts externes (Ecofin, 2000).

Les avocats d'un investissement conforme au développement durable ne nient – au moins en principe – aucunement cette relation entre restriction volontaire, coûts externes et rendement. Mais ils introduisent comme éléments clef la *dimension du temps* et l'*opinion publique*. Ils admettent qu'à court terme, polluer peut être profitable, mais pas à moyen et long terme parce que les entreprises polluantes seront contraintes par l'opinion publique d'internaliser leurs coûts (Butz et Plattner, 1999 ; Müller, 1999).³⁸ La bonne performance à court terme contraste ainsi avec les pertes de rendement à long terme. Et même la performance à court terme peut être incertaine si les investisseurs s'attendent à des rendements décroissants dans le futur à cause du piètre bilan écologique. Certains auteurs vont

³⁷ Au niveau environnemental, on peut penser à une entreprise industrielle qui par le biais de la délocalisation réussit à éviter les impôts écologiques. Au niveau social, prenons l'exemple d'une entreprise qui suite à une forte augmentation de la productivité réussit à licencier un nombre important d'employés sans devoir financer d'onerueux plans sociaux.

³⁸ « Il est réaliste d'imaginer que les effets des problèmes écologiques et sociaux apparaîtront de plus en plus en francs et centimes dans les comptes de résultat et les bilans des entreprises [...] et ne pourront donc pas échapper à l'attention des investisseurs [...] (Müller, 1999 : 2).

plus loin et affirment qu'une bonne politique environnementale peut se transformer en avantage compétitif parce qu'elle permet à l'entreprise de renforcer son image de marque, d'éviter des conflits juridiques et de saisir l'opportunité de développer des technologies éco-efficientes avant leurs concurrents (Müller, 1993 ; Rásonyi, 2000b).³⁹

Au niveau théorique, deux positions opposées s'affrontent. La dernière partie de ce chapitre montrera toutefois que les aspects empiriques relativisent, au moins partiellement, le clivage entre les deux visions divergentes.

7.3 La relation empirique entre le rendement et les critères non-financiers

Peu solides et souvent ambigus, les résultats empiriques ne permettent encore qu'une conclusion prudente : la prise en compte des considérations sociales et écologiques ne paraît pas automatiquement entraîner un rendement inférieur comme le prédit la théorie financière orthodoxe. Regardons quelques éléments empiriques de plus proche.

Grâce à une tradition de placements durables d'au moins une dizaine d'années aux États-Unis, les investisseurs y ont la possibilité de mesurer la performance des entreprises respectueuses des critères non financiers à l'aide d'un indice composé de 400 valeurs, le *Social Domini Index*. C'est avec fierté que les défenseurs du développement durable soulignent que cet indice parvient à battre son indice de référence, le *Standard and Poor's 500*, sur une période de cinq ans (Biedermann, 1998).⁴⁰ Dans la même ligne se trouve une étude économétrique qui teste l'hypothèse selon laquelle une entreprise peut dégager des rendements systématiquement plus élevés que la moyenne si elle adopte des pratiques compatibles avec des critères sociaux et écologiques (Butz et Plattner, 1999). A cette fin, les auteurs estiment une régression en coupe transversale pour 65 titres européens, tentant d'expliquer la performance financière avec la performance sociale et écologique. Dans leurs résultats, ils n'identifient qu'un seul lien significatif : une corrélation positive entre la performance financière et la performance écologique pour les entreprises où l'environnement joue un rôle important dans la perception publique (chimie, pharmaceutique, énergie, construction). En guise de conclusion, les auteurs acceptent leur hypothèse du départ au moins pour l'aspect écologique (Butz et Plattner, 1999 ; Meyerhans, 1999). Vu le nombre réduit d'observations et la difficulté de mesurer la performance écologique et surtout sociale, nous retenons un résultat plus prudent : en l'absence de liens significatifs (avec l'exception mentionnée), il paraît probable que l'investissement selon des critères sociaux et

³⁹ Ce raisonnement s'appuie sur le côté de la production. Vu sous l'angle de la distribution du profit, l'investisseur éthique se retrouve dans la position paradoxale du shareholder qui demande à l'entreprise de tenir compte des stakeholders et de l'environnement, tout en assurant un rendement compétitif. Le conflit entre le rendement et les aspects non financiers y est uniquement absent sous la condition que les intérêts des shareholders et des stakeholders coïncident. Voir à ce sujet controversé le dossier « Shareholder value » de la *Neue Zürcher Zeitung* (www.nzz.ch/online/02_dossiers/shareholder/share.htm), notamment Maak et Thielemann (1996), Schiltknecht (1996), Schmidt (1996), Volkart (1996) ou Vontobel (1996).

⁴⁰ Voir www.domini.com/Perfor.html pour la comparaison de ces deux indices.

financiers ne porte pas atteinte au rendement,⁴¹ tant que la prise en compte de ces critères non financiers reste subordonnée à l'aspect financier. Dans la même logique, le *Wall Street Journal* rappelle que « les preuves de la supériorité des investissements socialement responsables sont loin d'être concluantes. On n'a tout simplement pas suffisamment de recul pour produire des corrélations significatives » (Booth, 2000 : 41). Les séries temporelles ne remontent le plus souvent que quelques années en arrière, ne donnant pas lieu à des résultats statistiquement significatifs. Les avocats de l'investissement basé sur le développement durable répondent à ce manque de données en construisant des séries temporelles hypothétiques, calculant la performance d'un portefeuille vert ou durable comme s'il avait déjà existé dans le passé. Or, le désavantage de tels exercices réside dans le fait que l'on ne compose que des portefeuilles hypothétiques qui passent ce test de rendement (Rásonyi, 2000b).

L'apparente absence de conflit entre le rendement et une prise en compte du développement durable n'étonne guère si l'on regarde de plus près les valeurs intégrées dans de tel fonds, en règle générale construits selon la logique de « best-of-class », rassemblant de très grandes entreprises souvent multinationales qui affichent un meilleur bilan écologique que leurs concurrents.⁴² Le journal *Finanz und Wirtschaft* souligne ainsi que l'approche de la durabilité n'a presque plus rien à voir avec une attitude verte « car les grands investisseurs ne donnent aucune chance à des placements éco-fondamentalistes » (Hengartner, 2000 : 27).⁴³ Comme mis en évidence dans le chapitre 5, consacré aux critères non financiers, la terminologie des fondations et des fonds de placement peut ainsi mener à des situations paradoxales où des églises ou des organisations non gouvernementales (ONG) cherchent une possibilité de placement éthique qu'elles pensent trouver dans tel ou tel fonds. Ce fonds refuse par contre la connotation éthique afin d'éviter à tout prix l'impression qu'il sacrifie du rendement pour des considérations morales. Alors que les critères sociaux et écologiques représentent pour l'investisseur une finalité en elle-même, ils sont pour l'offrant (le fonds de placement) uniquement un moyen d'optimisation du rendement - au moins selon l'argumentation officielle.⁴⁴ Une impression qui est confirmée par un gestionnaire de caisse qui considère l'approche de la durabilité (« sustainability ») comme un moyen d'optimiser le rendement et non pas comme une variante de « l'investissement éthique ».

⁴¹ Un constat auquel se rallie également la *Neue Zürcher Zeitung* : « Die Anleger mussten bisher nicht zugunsten eines guten Gewissens auf eine ebenso gute Rendite verzichten » (Rásonyi, 2000a : 22).

⁴² Booth (2000 : 41) avance une explication similaire pour la bonne performance des placements éthiques : « Il se pourrait que ces fonds affichent de bons résultats tout bêtement parce qu'ils investissent lourdement dans les valeurs technologiques : contrairement aux groupes industriels classiques, ces entreprises ne nuisent pas à l'environnement et ont une approche de gestion du personnel plus éclairée. »

⁴³ Traduit de l'original allemand : « Das geänderte Strickmuster [von Nachhaltigkeit] hat mit einer 'grünen' Einstellung nur mehr wenig zu tun, weil grosse Investoren öko-fundamentalistischen Anlagegefässen keine Chancen geben. »

⁴⁴ Il faut toutefois distinguer entre les motivations officiellement déclarées et les motivations effectives : afin d'être pris au sérieux par un large public d'investisseurs, le responsable d'un fonds durable a intérêt à souligner la compatibilité de son approche avec le rendement. La valeur « extra financière » d'un tel placement est sous-entendue et ne doit souvent pas être mise en évidence de manière explicite (voir à cet égard Ulrich et al., 1998).

Au bout du compte, le conflit d'intérêt entre le rendement et la durabilité, est-il réel ou relève-t-il d'une théorie financière dépassée ? Les éléments théoriques et empiriques mentionnés montrent qu'il n'est guère possible de répondre à cette question de manière univoque et définitive. Nous nous contentons ainsi de retracer la pratique de deux gérants de portefeuille qui convergent dans leur analyse du problème. Le premier gérant interrogé travaille pour une grande caisse publique qui place une partie de la fortune selon des critères non financiers. Pour lui, l'exclusion de domaines comme l'armement, l'énergie nucléaire ou le tabac ne met pas en danger les perspectives de rendement de sa caisse. S'il était par contre contraint de retirer les investissements de certaines entreprises chimiques et pharmaceutiques à cause des organismes génétiquement modifiés (OGM) ou de l'industrie de pétrole pour des raisons écologiques, il ne pense plus pouvoir atteindre le même rendement. Occupé par la caisse d'une entreprise privée, le deuxième gérant n'est restreint dans son travail par aucun critère non financier : ni critères d'exclusion ni développement durable. S'il intègre les aspects sociaux et écologiques néanmoins dans certaines de ses décisions de placement, c'est à cause des externalités. Il suit le raisonnement que pour certaines entreprises écologiquement ou socialement faibles, le rendement peut venir sous pression suite à des manifestations publiques qui entraînent pour les entreprises en question l'obligation d'internaliser les coûts auparavant externalisés. Il pense en particulier aux secteurs du tabac et des OGM. Les deux pratiques se rencontrent ainsi à mi-chemin, réduisant d'un côté la portée de l'investissement non financier et relativisant de l'autre le rôle nuisible des contraintes (comme l'exclusion ou la sous-pondération) dans l'allocation de la fortune.

8. La prise d'influence active : la corporate governance

La question de savoir comment les caisses de pension devraient interpréter leur rôle d'actionnaires n'est pas nouvelle. Déjà en 1990, la *Neue Zürcher Zeitung* fait état d'une controverse autour de l'influence grandissante des institutions de prévoyance, propriétaires d'importantes participations en actions qui commencent à réaliser qu'outre des droits patrimoniaux, les actions leur procurent également les droits sociaux d'actionnaire (Aioli, 1990).⁴⁵ Nous étudions les questions de l'influence en deux parties. Au cours de ce chapitre, nous nous penchons sur les pratiques de la *corporate governance*, un concept flou que nous essayons de mettre dans un contexte (8.1) pour montrer le faible écho qu'il rencontre parmi les caisses de pension (8.2) et discuter les arguments qui recommandent (8.3) ou déconseillent (8.4) son usage. Toujours liée à la question de l'influence, le chapitre suivant (9.) est consacré au poids des caisses de pension et à la relation entre ce poids et la stratégie de placement.

8.1 Contextualisation de la notion de corporate governance

Vouloir définir la notion de corporate governance – « le gouvernement d'entreprise » en français - de manière univoque est une tâche ardue. Böckli (2000) relève le paradoxe que, malgré le fait que le terme soit devenu très usuel depuis le début des années 90, tout le monde entend quelque chose d'autre par lui. Böckli tente de rendre le concept intelligible à l'aide d'une construction à deux triangles : le premier triangle inclut les trois instances de pouvoir interne, à savoir le management, le conseil d'administration et la révision. Le deuxième triangle s'occupe de l'équilibre des forces externes entre l'entreprise (le management et le conseil d'administration), le marché de capital (les actionnaires) et les autres groupes intéressés (les stakeholders). Le terme de corporate governance recouvre dans cette vision l'interaction à l'intérieur des deux triangles ainsi qu'entre les deux triangles (Böckli, 2000). Un autre auteur met l'accent sur le triangle extérieur, définissant la corporate governance comme l'institution qui « établit l'ordre parmi les intérêts potentiellement conflictuels des parties prenantes de l'entreprise (management, conseil d'administration, actionnaires, stakeholders), de façon à ce que les occasions de réaliser des bénéfices communs puissent se concrétiser » (Preston, 1998 : 19). En relation avec les caisses de pension comme propriétaires d'actions, la notion de gouvernement d'entreprise peut simplement répondre à une question de contrôle : « How do suppliers of finance make sure that the managers do not invest it in bad projects ? » (Böckli, 2000 : 134). D'après cette logique, « la corporate governance inclut tous les moyens aptes à inciter le management d'une entreprise à conduire cette dernière dans le sens voulu par ses propriétaires » (Auckenthaler et Suter, 2000 : 33). Il importe peu dans ce contexte si « sens voulu » signifie un rendement élevé, une bonne performance écologique ou un bilan social satisfaisant.

⁴⁵ Sous le titre « Pensionskassen in der Rolle des Unternehmers ? ».

Pour les caisses de pension américaines, la pratique de la corporate governance a graduellement occupé l'avant-scène à partir des années 70 et 80. Deux événements ont accéléré son adaptation : le premier était lié aux initiatives sociales des actionnaires qui prenaient de l'importance pendant les années 80, reflétant les préoccupations écologiques et l'opposition contre le régime de l'Afrique du Sud. Le deuxième consistait en une mesure législative - the Avon Letter - par laquelle le département américain du travail obligeait en 1988 les institutions de prévoyance professionnelle de faire un usage actif de leurs droits de vote (Davis, 1995). En utilisant de nouvelles pratiques comme l'exercice du vote, le dialogue avec la direction de l'entreprise ou les interventions lors des assemblées générales, les caisses de pension acquièrent avec la corporate governance le moyen de la « voix contestataire », complétant les approches traditionnelles de la « loyauté » et de « l'exit ». Aux États-Unis, de grandes caisses publiques comme CalPERS ou NYEPF se sont fait un nom comme actionnaires actifs, soucieuses d'optimiser le rendement de leurs investissements (Davis, 1995).

8.2 L'usage de la corporate governance par les caisses de pension en Suisse

En Suisse, les caisses de pension restent dans leur majorité des actionnaires silencieux qui ne font qu'un usage très timide de leur droits de vote. Selon l'enquête de Robeco (2000), 56% des 249 institutions de prévoyance interrogées n'exercent jamais leurs droits de vote et 30% ne les exercent que de cas en cas. En 1998, uniquement 5% des caisses (contre 2% en 1996) votent systématiquement aux assemblées générales (Robeco, 2000 : 45). En ce qui concerne les institutions de droit public, l'image qui ressort de l'étude Swissca (2000) n'est pas très différente : des 40 caisses interrogées, seulement 7 affirment exercer leurs droits sociaux. L'exercice de ces droits se limite en règle générale à la participation aux assemblées générales. Dans des rares cas, il couvre des prises d'influence plus directes comme le dialogue avec le conseil d'administration ou des résolutions d'actionnaire.

Un interlocuteur explique les difficultés que rencontre l'approche de la corporate governance en Suisse entre autre par la législation : tandis que celle-ci stimule l'interprétation active du rôle de l'actionnaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni,⁴⁶ elle la rend difficile en Suisse en renforçant dans le code des obligations la position du conseil d'administration. S'il existe néanmoins un certain nombre d'interventions par lesquelles des caisses de pension ont contraint des entreprises de changer ou au moins de justifier leur politique, elles ne sont guère nombreuses. A titre d'exemple, on peut mentionner l'intervention de la caisse genevoise CIA lors de la fusion UBS-SBS. Elle y a exigé l'ajout d'un point supplémentaire à l'ordre du jour des deux assemblées générales afin de demander à la nouvelle banque de présenter annuellement un rapport sur les relations avec l'ensemble de ses partenaires (collaborateurs, clients, société civile et collectivités publiques, actionnaires). La recommandation a été acceptée à la quasi-unanimité des actionnaires (Biedermann, 1998).

Quelques mois plus tard, la même caisse a délégué ses droits de vote à une organisation non gouvernementale (ONG), la Déclaration de Berne, pour que cette dernière puisse présenter une

⁴⁶ Depuis le juillet 2000, les fonds de pension britanniques sont obligés à statuer leur politique en relation avec l'exercice de leurs droits de vote.

résolution lors de l'assemblée générale d'ABB, demandant à l'entreprise d'étudier les conséquences de son projet du barrage des Trois Gorges en Chine. Bien que le conseil d'administration d'ABB ait refusé de distribuer la résolution aux actionnaires, l'initiative a rencontré un large écho dans les médias et un dialogue a pu être amorcé entre la Déclaration de Berne et la direction d'ABB (Bosshard, 1998).

Cependant, de loin pas toutes les résolutions des actionnaires se préoccupent des critères sociaux ou écologiques comme le montrent les résultats d'une étude faite aux États-Unis. Un institut de recherche y a analysé 700 résolutions d'actionnaire présentées en 1998. De ces 700 résolutions étudiées, 260 ont été attribuées aux domaines de l'environnement, de l'énergie, de la performance sociale ou des droits de l'homme. La majorité des résolutions concernaient toutefois des questions liées aux droits d'actionnaires, à l'information, au contrôle et à la transparence des résultats (Arnold, 1998). Si certains financiers militent ainsi pour l'usage de la corporate governance, ce n'est nullement par souci des aspects sociaux ou écologiques, mais dans l'objectif de l'optimisation de la valeur actionnariale (Baladi, 1999).

8.3 Les arguments en faveur de la corporate governance

Bien que la majorité des caisses n'exercent pas leurs droits sociaux, les avocats du gouvernement d'entreprise invoquent au moins quatre arguments pourquoi elles devraient le faire. La première raison, l'*optimisation de la valeur actionnariale* (1) a déjà été évoquée. Certaines institutions de prévoyance américaines comme la caisse des employés publics de l'Etat de Californie (CalPERS) se sont ainsi forgées une réputation en tant que « shareholder activist » qui mettent sous pression des entreprises qui sousperforment (Davis, 1995). Parmi nos interlocuteurs favorables à la corporate governance, l'opinion prédomine effectivement qu'une approche active permet d'augmenter le rendement de l'entreprise dont on possède des participations.

Pour des interlocuteurs plus préoccupés par des considérations non financières, le gouvernement d'entreprise représente le moyen le plus efficace d'avoir une influence sur la *stratégie sociale et écologique* d'une entreprise (2). A l'opposé de l'approche du filtre qui exclut les entreprises insuffisantes, l'approche active permet à travers le dialogue d'inciter les mauvaises entreprises d'améliorer leur bilan.⁴⁷ Lié à l'argument du dialogue, le directeur d'une fondation de placement plaide pour un rôle d'actionnaire actif des caisses à cause du *mandat de représenter leurs membres* (3), consistant en de petits épargnants qui semblent perdre toute influence dans la dynamique des processus économiques globaux (Schmutz, 1998). Dans la même logique, un analyste financier interrogé affirme que l'anonymat et l'atomisation de l'actionnariat sont exploités par le management si les actionnaires, « se considérant comme des petits poissons », n'utilisent pas leur droits sociaux, les intérêts du management et d'une partie de l'actionnariat n'étant pas forcément identiques.

⁴⁷ Pour une discussion plus en détail de l'impact de l'investissement éthique, voir chapitre 10.

Un dernier argument en faveur de la corporate governance part du constat que les caisses de pension investissent des proportions toujours croissantes de leur fortune dans des actions. Avec des avoirs en actions grandissants, la vente des titres d'une entreprise qui sous-performe devient difficile car en mettant sur le marché d'importantes participations, les caisses courent le risque de *déprimer leur propre rendement* (4) (Müller, 1998). Un financier genevois va encore plus loin, affirmant que « les [très grands] fonds de pensions américains ne peuvent plus adopter le 'Wall Street Walk', consistant à vendre des titres sous-performants, car ceci risquerait de provoquer des effets dominos catastrophiques sur les marchés boursiers » (Baladi, 1999 : 79). Un adage de la bourse résume cette interdépendance : « If one can't sell, one must care » (Auckenthaler et Senn, 2000 : 35).

Ce dernier argument en faveur de la corporate governance ne reste toutefois pas incontesté. Deux hypothèses sont à la base de l'argument qui relègue le 'Wall Street Walk' au passé : (1) Il est difficile de vendre les titres des grandes capitalisations dans lesquelles les caisses de pension investissent l'immense majorité de leurs avoirs en actions. (2) Une caisse qui détient deux, trois pour mille du capital d'une entreprise déprime le cours de cette dernière en vendant ses participations. Dans un article qui analyse la nécessité pour les caisses de pension de faire usage de la corporate governance, Auckenthaler et Senn (2000) nuancent la portée de ces deux hypothèses et aboutissent à une conclusion plutôt sceptique en ce qui concerne l'applicabilité de la corporate governance par les institutions de prévoyance. Auckenthaler recommande ainsi la vente et non pas la prise d'influence active lorsqu'une participation se développe négativement (Truttmann, 2000b).

8.4 Les raisons de l'usage peu répandu de la corporate governance

Bien que les caisses de pension possèdent en 2000 près de 10% du marché des actions suisses (6.6% en 1998, voir chapitre 1),⁴⁸ elles ne font que très rarement usage des droits que leur procure la propriété des participations. Un expert juridique de la prévoyance professionnelle énumère trois raisons pour l'approche passive dominante : - l'aspect *culturel*, la Suisse comme espace culturel aurait une aversion au risque, privilégiant la prudence ; - l'aspect *juridique*, la question du propriétaire n'étant pas claire, la relation entre l'investisseur et le conseil d'administration ne l'est pas non plus, ce qui ne favorise pas l'initiative de l'actionnaire ; - l'aspect *géographique*, la Suisse représente un petit marché bien intégré où les acteurs se connaissent et sont souvent liés par les mêmes intérêts, préférant par conséquent une certaine retenue et discrétion (Nussbaum, in : Schneider, 1998). L'explication par ces trois aspects peut être complétée par trois obstacles additionnels (Biedermann, in : Schneider, 1998). Le premier a trait à l'information : les actionnaires en Suisse ne reçoivent que très peu d'informations en relation avec l'ordre du jour d'une assemblée générale. Le deuxième obstacle est lié aux conflits d'intérêt mentionnés sous le point 6.2 : il est très difficile pour des institutions privées de faire de l'opposition contre l'ordre économique établi. L'entreprise-mère n'y a que peu à gagner et

⁴⁸ Si l'on additionne la part de tous les investisseurs institutionnels, cette même proportion est estimée à des ordres de grandeur de 25% à 30% (Biedermann, in : Schneider, 1998).

beaucoup à perdre. Le troisième obstacle est de nature pratique : qui à l'intérieur d'une caisse décide comment voter, le directeur, le président ou le conseil de fondation? Sans nier ces explications, un de nos interlocuteurs retient une autre propriété culturelle comme élément explicatif dominant. D'après son avis, les membres des conseils d'administration des grandes entreprises et les protagonistes du marché boursier ressemblent à une *oligarchie* qui considèrent les initiatives d'actionnaire comme un dérangement impudent de leur sphère de compétence.

Comparée à ces nombreux éléments d'explication, l'argumentation des directeurs des caisses peu réceptifs à l'idée de l'activisme actionnaire est plus simple : un gestionnaire d'une caisse achète un titre parce qu'il est convaincu de la qualité du management. Comme il est convaincu du management, il n'y a pas de nécessité d'intervenir dans la stratégie de l'entreprise. Le responsable d'une grande caisse privée résume cette position avec une phrase lapidaire : « take it or leave it ». Un gérant de portefeuille d'une caisse qui pèse plusieurs milliards donne trois raisons pour l'absence d'approche active dans son institution : ce n'est pas compatible avec leur stratégie de discrétion (1), ils n'ont pas le poids nécessaire pour vraiment influencer une grande entreprise (2) et ils manquent les ressources pour s'engager en tant qu'actionnaire actif (3). L'argument des ressources revient avec une certaine régularité : plusieurs interlocuteurs insistent que si l'on veut s'impliquer activement dans la direction d'une entreprise, il faut du personnel et des connaissances approfondies – deux facteurs qui font souvent défaut aux caisses. Le directeur d'une fondation commune mentionne dans l'entretien que leur caisse possède les actions de plus de 50 entreprises suisses – il est par conséquent impossible pour les deux personnes chargées du placement, le gérant du portefeuille et lui, de suivre l'activité de l'ensemble de ces entreprises.

Pour certains directeurs, la question de la corporate governance ne se pose même pas parce que toutes leurs actions sont placées selon une stratégie d'indice. Une fondation gérée par une assurance n'investit ainsi rien au niveau des titres, mais place tous les avoirs dans des fonds qui reproduisent des indices. L'équation des responsables est simple : pas de poids, pas de risque, pas d'influence, pas de corporate governance – avec l'avantage supplémentaire de n'avoir aucune publicité non désirée.

Outre ces préoccupations pratiques, les pourfendeurs de la prise d'influence active doutent si c'est la tâche des institutions de prévoyance de s'impliquer dans la politique des entreprises. A leur avis, elles ne possèdent aucune légitimité de le faire. Une opinion qui n'est pas partagée par l'Association suisse des institutions de prévoyance (ASIP). Elle a mis sur pieds un groupe de travail chargé d'élaborer des recommandations en matière de corporate governance. Bien que leur réflexion soit encore au début, des interlocuteurs affirment qu'elle tourne surtout autour de la politique d'information, de la transparence et de la composition du conseil de fondation (Müller, 2000). Les aspects non financiers ne paraissent pas faire partie des préoccupations.

9. L'influence des caisses de pension : stratégie de placement et poids

Dans le chapitre précédent, nous avons exposé les raisons pour lesquelles les caisses de pension interprètent leur rôle d'actionnaire de manière très discrète. Au cours de ce chapitre, nous essayons d'évaluer l'influence des institutions de prévoyance. A cette fin, nous passons en revue les stratégies de placement dominantes afin d'en déduire le poids des caisses comme actionnaires (9.1). Le deuxième sous-chapitre étudie brièvement les possibilités de regroupement des caisses comme moyen d'augmenter l'influence des investisseurs institutionnels (9.2). Dans un dernier temps, nous mettons en évidence une forme de placement qui propulse les caisses de pension dans la position de l'investisseur dominant, à savoir le placement dans des petites et moyennes valeurs (small et midcaps). Pour illustrer cette influence, nous retraçons leur rôle dans quelques reprises ou fermetures d'entreprises récentes (9.3).

9.1 L'influence comme fonction de la stratégie de placement

L'ampleur de l'influence qu'une caisse possède sur la direction d'une entreprise est intimement liée à son allocation de la fortune. Dans la stratégie de placement prédominante, l'immense majorité des investissements est faite dans les titres des très grandes capitalisations. Pour l'investissement en Suisse,⁴⁹ une telle stratégie se traduit en un portefeuille composé surtout d'entreprises cotées au Swiss Market Index (SMI).

Or, en plaçant leurs avoirs dans ces grandes valeurs, les caisses de pension deviennent de petits investisseurs comme le montre le calcul très révélateur d'Auckenthaler et Senn (2000). A titre d'exemple, les deux auteurs prennent une très grande caisse avec une fortune de 10 milliards de francs dont elle investit 20% en actions suisses. De ces 2 milliards placés en actions suisses, elle investit en Novartis un pourcentage égale à la pondération SMI de cette entreprise, à savoir 20% ou 400 millions. Sachant que la capitalisation boursière de Novartis s'élève à 157 milliards de francs (1^{er} mars 2000), la participation de la caisse de pension s'élève à 0.26% du capital et 0.26% des droits de vote du géant bâlois (Auckenthaler et Senn, 2000 : 35).

Dans nos interviews, les gestionnaires des grandes caisses confirment cet ordre de grandeur de leurs participations: possédant en règle générale une fortune inférieure à 10 milliards (entre 4 et 8 mia), leurs caisses de pension contrôlent des parts d'actions d'environ 0.1% des grandes valeurs suisses (ou étrangères). Ce pourcentage doit sa relative stabilité à des stratégies de placement qui s'orientent de près ou de loin à la réplique d'un indice.

Le lien entre le pourcentage de participation et l'influence n'est cependant pas toujours facile à évaluer, comme le prouve le fonds de pension américain CalPERS qui est cité dans la littérature comme l'exemple par excellence d'une caisse très influente. Alors que, selon les calculs

⁴⁹ Selon certains interlocuteurs, la distinction entre actions suisses et actions Europe / monde n'est plus adaptée à une gestion de portefeuille moderne et sera à moyen terme abandonnée par la majorité des grands investisseurs institutionnels.

d'Auckenthaler et Senn (2000), la caisse CalPERS ne possède le plus souvent que des très petites parts des entreprises dans lesquelles elle investit. Dans ses dix plus importantes participations, le pourcentage ne s'élève qu'à 0.47%.⁵⁰

Quatre éléments peuvent néanmoins expliquer, au moins partiellement, une influence qui paraît à priori déproportionnée : l'effet de la *somme* – même si une participation n'équivaut qu'à 0.2% ou 0.1% du capital d'une entreprise, les sommes en question sont si immenses qu'elles finissent par influencer un management (l'exemple de Auckenthaler et Senn montre que les très grandes caisses suisses peuvent détenir des actions d'une seule entreprise pour 100, voire 400 millions). L'effet de l'*oracle* – si un investisseur important aboutit à une analyse négative d'une entreprise et désinvestit en conséquence, il prend le rôle de l'oracle qui entraîne d'autres investisseurs dans le même comportement. Cet effet d'entraînement est lié à un troisième élément explicatif de l'influence, à savoir le *regroupement des intérêts* de plusieurs caisses que nous traiterons dans le paragraphe suivant. Une dernière explication, l'effet *symbolique*, est traité plus en profondeur dans le chapitre 10 et rappelle le fait que derrière une grande caisse de prévoyance se trouvent des dizaines de milliers de membres.

9.2 L'influence grâce au regroupement des intérêts ?

Dans le débat autour de l'influence des caisses de pension, la proposition « de regrouper - pour autant que la loi le permette - les voix de diverses institutions de prévoyance et d'en faire un usage conjoint aux assemblées générales » ressurgit régulièrement (Auckenthaler et Senn, 2000 : 37). L'idée repose sur le constat que si une caisse de pension seule détient au grand maximum 0.3% du capital d'une grande entreprise comme Novartis, toutes les caisses ensemble contrôlent environ 10%.⁵¹ Aux États-Unis, un regroupement d'investisseurs institutionnels est actif sous le nom du « Club des 50 » et permet aux institutions de prévoyance de faire valoir leur influence de manière concertée (Nussbaum, in : Schneider, 1998). En Suisse romande existe un équivalent plus timide, le « Groupement des institutions de prévoyance » (GIP), qui réunit une trentaine de caisses privées et publiques. Mais d'après l'avis d'observateurs extérieurs, cette alliance peine à être effective.

Une initiative politique montre les difficultés que le regroupement des forces rencontre dans la pratique. Suite à la décision de DaimlerChrysler, propriétaire d'*Adtranz*, d'arrêter la production de wagons à Pratteln et de licencier 700 employés, le conseil d'état de Bâle Campagne a désespérément cherché des moyens pour éviter la fermeture du site de production. Il a entre autre également exploré

⁵⁰ En juin 1998, la plus grande participation de CalPERS était General Electric Co. CalPERS en a possédé des actions d'une valeur de 1.39 milliards de dollar, une somme relativement modeste comparée à la capitalisation boursière de l'entreprise de 296 milliards de dollar (Auckenthaler et Senn, 2000).

⁵¹ Nous aboutissons à ce résultat si nous estimons la fortune du deuxième pilier à 500 milliards pour l'année 2000 (98 : 428 mia) et si nous supposons qu'environ 20% (98 : 14.9%) de ces avoirs sont investis en actions suisses, à savoir 100 milliards. Il nous paraît exagérée de partir de la pondération SMI de 20% pour estimer le pourcentage investi en Novartis. Nous retenons une pondération inférieure de 15%. Selon cette estimation, toutes les caisses ensemble investissent 15 milliards dans des actions de Novartis, ce qui représente 10% de la capitalisation boursière de Novartis en mars 2000.

la piste des marchés financiers pour mettre DaimlerChrysler sous pression. A cette fin, il a demandé à la caisse publique du canton de Bâle Campagne (BLPK) combien d'actions de Daimler-Chrysler cette dernière détenait. Il a en même temps chargé le directeur de la caisse de mener une enquête auprès d'autres caisses de droit public afin de connaître le volume de leurs actions DaimlerChrysler et de savoir si ces caisses seraient d'accord de déléguer leur droits de vote à la BLPK. Parmi les institutions de prévoyance impliquées, il s'agissait des caisses des cantons de Bâle Ville, d'Argovie et de Zurich. Bien qu'ensemble avec la BLPK, ces quatre grandes caisses détiennent des actions pour une valeur de 20 milliards de francs (Fünfschilling, 2000), les résultats de l'enquête n'étaient guère encourageants : la valeur des actions que les caisses publiques possédaient ensemble équivalait à peu près – et ce compte tenu de la volatilité du titre – au volume de transactions journalier du titre DaimlerChrysler, traduisant un poids négligeable. Indépendamment de ce poids, les caisses interrogées se sont montrées très réticentes à l'idée de déléguer leurs droits de vote à la BLPK - l'affaire leur paraissait trop politique.

Une attitude qui nous renvoie à un constat déjà fait auparavant : comme de nombreuses caisses n'ont aucun intérêt à avoir une influence sur les entreprises, la question du regroupement ne revêt pas une grande importance dans ce contexte. Une très grande caisse publique, qui suit une politique de discrétion, applique explicitement une stratégie de placement où aucune participation en action ne dépasse 0.4% de la capitalisation de l'entreprise. Dans la pratique, une telle allocation de la fortune doit se baser sur les titres du SMI et exclut tout investissement en de petites et moyennes valeurs, les « small- et midcaps ». Car si les caisses de pension sont des investisseurs très discrets au niveau des très grandes et des très petites capitalisations (private equities),⁵² ce n'est pas le cas avec les small- et midcaps qu'un bon nombre de caisses gardent dans le portefeuille.

9.3 L'influence au niveau des small- et midcaps

Un interlocuteur d'une banque distingue l'influence des caisses de pension selon le genre de placement : tandis que leur poids au niveau des grandes valeurs est minime, elles sont des acteurs importants sur les marchés régionaux des midcaps. Une partie des institutions de prévoyance évite cette influence en investissant exclusivement dans les très grandes capitalisations : pas de problème de liquidité, pas de problème d'implication dans des entreprises.⁵³ Une autre partie des caisses contourne la prise d'influence en se tenant à des « seuils de participation ». Ceci est le cas dans une caisse privée où le gérant des actions suisses suit deux portefeuilles différents, l'un avec des titres SMI, l'autre avec des small et midcaps dans lesquels il ne détient que très rarement des participations supérieures à 1%. Dans une autre grande caisse privée, ce même « seuil de participation » a été fixé à 5% suite à l'expérience faite lors de la reprise inamicale de l'entreprise *Big Star*. Le changement du management

⁵² Depuis peu de temps, un nombre croissant de caisses de pension commence à investir en des « private equities », c'est-à-dire qu'elles achètent des participations de nouvelles entreprises pas encore cotées en bourse. Afin de contrôler le risque (supérieur à d'autres placements), les investissements sont faits dans des fonds qui réunissent les actions d'un grand nombre de ces starts-ups. L'influence des caisses est ainsi minime.

⁵³ La liquidité du marché des midcaps est moindre ce qui augmente le risque que la vente d'une importante quantité d'actions n'est possible qu'en acceptant une décote.

et d'une partie des propriétaires de l'entreprise productrice de jeans a reçu un large écho médiatique. Deux caisses de pension étaient impliquées dans l'opération qui s'est déroulée dans les mois de mai et de juin 2000. L'institution de prévoyance du SAirGroup possédait au début de l'année 2000 11.3% des actions de Big Star pour une valeur d'environ 6.5 millions, un investissement presque négligeable pour une caisse qui gère une fortune de plus de 7 milliards (Hug, 2000 ; SAirGroup, 2000). La reprise inamicale était partiellement financée par un crédit de 15 millions provenant d'une autre caisse de pension, à savoir la caisse du canton de Bâle Campagne (BLPK) qui détenait après le succès de l'opération 20% du capital de Big Star (SDA/TA, 2000 ; SDA/BaZ, 2000). La caisse du SAirGroup avait vendu ses actions et n'envisageait plus de participations supérieures. L'engagement de la BLPK en tant que caisse cantonale a suscité des polémiques et a incité le conseil d'état du canton de Bâle Campagne à prendre position contre de telles participations dans le futur (Truttmann, 2000a).⁵⁴

C'est dans la transaction autour d'un autre midcap que les caisses de pension ont joué un rôle décisif. Il s'agissait de la transformation de *Feldschlösschen* d'une entreprise productrice de boissons en une entreprise immobilière. Un groupe d'actionnaires et de politiciens argoviens s'est opposé au projet de la vente en tentant de gagner une majorité de votes contestataires lors de l'assemblée générale. Parmi les actionnaires les plus convoités se trouvaient douze caisses de pension, dont au moins deux – Roche et Rieter - propriétaires d'une participation estimée à près de 5% (Bosshard, 2000a ; 2000b). Le comité oppositionnel « Aktion pro Feldschlösschen » demandait aux caisses de ne pas voter pour un projet qui mettrait en danger des emplois dans la région ; en vain - lors de l'assemblée générale, les caisses impliquées ont suivi l'avis du conseil d'administration.

En réaction à cette votation, un conseiller aux états argovien (UDC) a présenté au parlement national une interpellation co-signée par 20 collègues du conseil des états. Constatant « une position dominante » des caisses de pension, il a demandé au Conseil Fédéral s'il partageait l'opinion que « la concentration de pouvoir au sein des caisses de pension prend des dimensions non désirées pour l'économie suisse », pour se renseigner dans un deuxième point sur les possibilités de restreindre les droits de vote des institutions de prévoyance (von Matt, 2000).⁵⁵ La préoccupation du conseiller aux états argovien n'est toutefois pas partagée par l'Administration fédérale qui constate, loin de la concentration, la fragmentation du deuxième pilier.

Il se pose dans ce contexte la question si l'interpellation concernant l'influence des caisses de pension était bien formulée : car ce n'était nullement la *prise d'influence* des caisses de pension qui était

⁵⁴ « Die Baselbieter Regierung ist der Meinung, dass die Basellandschaftliche Pensionskasse (BLPK) nicht bei der Finanzierung des feindlichen Übernahmeangebotes bei Big Star hätte mitmachen sollen. 'Für die 15 mio hätte es 999 andere Anlagemöglichkeiten gegeben », erklärte Regierungsrat Hans Schilling.(...) (Truttmann, 2000a).

⁵⁵ « Die Pensionskassen seien je länger, je mehr 'zu dominierenden Playern auf dem Aktienmarkt' geworden, schreibt Reimann in der Interpellation. Ihr Einfluss mittels Aktienstimmen auf Generalversammlungs-Entscheide wachse, wobei nicht so sehr unternehmerische Weitsicht als viel mehr 'kurzfristig orientiertes Performance-Denken im Vordergrund' stehe. Reimann und Mitunterzeichner fragen deshalb den Bundesrat, ob er ihre Bedenken teile, dass die Machtballung der Pensionskassen 'für unsere Volkswirtschaft allmählich unerwünschte Dimensionen' annehme » (von Matt, 2000).

responsable pour la vente du secteur boisson de Feldschlösschen, mais plutôt l'*absence* d'une prise d'influence active. En votant avec le conseil d'administration, les caisses impliquées de Roche et Rieter ont uniquement appliqué leur usuelle stratégie de placement qui prévoit de ne pas prendre d'influence sur la politique des entreprises dans lesquelles elles investissent (Bosshard, 2000a).⁵⁶ On peut ainsi argumenter que dans le cas de Feldschlösschen, ce n'était pas l'influence des caisses de pension en tant que telle qui a provoqué des réactions d'incompréhension, mais plutôt le fait qu'elles n'aient pas tenu compte des intérêts non financiers de leurs affiliés dans la décision de vote (l'entreprise pharmaceutique Roche emploie elle-même un grand nombre de gens dans le Fricktal, la région dans laquelle se trouve le siège de production de Feldschlösschen - Rheinfelden).

⁵⁶ « Roche wie Rieter erklären gegenüber der BaZ, sie würden generell keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik ausüben » (Bosshard, 2000a).

10. Critères et poids de l'investissement des caisses de pension : un résumé conclusif

Dans notre étude, nous avons privilégié la largeur à la profondeur en traitant un ensemble de questions liées entre elles. En conclusion, ce dernier chapitre nous sert à résumer et à combiner les deux questionnements principaux du présent travail, à savoir les critères d'investissement des caisses de pension d'une part (10.1) et l'influence de leur investissement d'autre part (10.2). Sans apporter de nouvelles informations, ce chapitre vise à construire une vision d'ensemble des différents éléments relevés dans les chapitres antérieurs.

10.1 Les critères d'investissement des caisses de pension

L'enquête Robeco (2000) révèle que la politique de placement des caisses de pension s'aligne principalement sur deux exigences légales. Entre 70 et 80% des institutions interrogées considèrent ainsi la maximisation du rendement et la minimisation du risque comme tâches prioritaires. Seulement 10% des 250 caisses interrogées déclarent tenir également compte des critères non financiers. Dans une enquête parallèle, menée auprès de 33 caisses de droit public, 9 institutions affirment intégrer des considérations éthiques et écologiques dans leur stratégie de placement (Swissca, 2000).

Si l'on s'intéresse de plus près à ces critères sociaux et/ou écologiques, on constate de larges différences entre d'une part des approches peu différentes d'une allocation des actifs traditionnelle, privilégiant le rendement, et d'autre part des pratiques plus alternatives où l'aspect non financier occupe une place prédominante (Ulrich et al., 1998). Toutes catégories confondues, le volume de l'investissement éthique en actions du deuxième pilier est estimé entre un et trois milliards de francs (Curti, 2000 ; VTZ, 2000), le seuil supérieur paraissant le plus exact. Cette somme se répartit sur plus d'une centaine d'institutions, illustrant le fait qu'une majorité de caisses n'investissent que de petites proportions de leur fortune selon des critères non financiers.

Selon les experts interrogés, l'intégration de considérations non financières dans les décisions de placement représente avant tout une sollicitation des employés. Deux facteurs se trouvent à la base de la prise en compte de ces préoccupations sociales et/ou écologiques : c'est le bon fonctionnement de la gestion paritaire qui permet aux représentants des employés de faire valoir leur point de vue. La parité seule n'est toutefois pas suffisante tant que les employés ne se soucient pas des aspects de responsabilité sociale et environnementale. Une condition supplémentaire pour l'investissement éthique est ainsi représentée par la politisation des membres, plus précisément par la position dominante des professionnels socio-culturels à l'intérieur de la caisse (Kriesi, 1998).

Jusqu'à présent, les caisses privées se sont montrées moins réceptives à l'idée d'intégrer des critères non financiers dans l'investissement que les caisses de droit public. Cette différence s'explique, outre par une gestion paritaire plus asymétrique et un nombre moindre de professionnels socio-culturels, par l'enchevêtrement des intérêts des grandes entreprises en Suisse. La caisse de pension d'une banque ou

d'une entreprise ne pourra pas exclure tel ou tel secteur d'activité ou appliquer un rating social à certaines entreprises parce qu'elle risquerait d'ainsi compromettre les affaires de la maison mère. La dépolitisation explicite de certaines caisses de pension s'exprime dans une stratégie de discrétion qui accorde beaucoup d'indépendance aux gérants de portefeuille. La socialisation dominante des professionnels de la finance ne paraît pas favoriser un engagement normatif en faveur d'aspects sociaux et écologiques par les gérants très autonomes. Un fait qui est reflété par la conviction souvent répétée que ce n'est pas la tâche des caisses de pension de s'ériger en autorité morale du marché (Coudret, 1997).

L'argument principal à l'encontre des critères écologiques et sociaux est toutefois lié à l'anticipation d'un conflit d'intérêt entre la prise en compte des aspects non financiers et le rendement. Deux visions contradictoires s'affrontent sur l'impact de l'intégration des critères non financiers : alors que les pourfendeurs la considèrent comme une restriction artificielle dans l'optimisation du portefeuille (« fishing in a smaller pool »), les avocats du développement durable soutiennent qu'en complétant l'approche purement financière, les critères sociaux et environnementaux permettent de stimuler le rendement (Biedermann, 1998). Les séries temporelles à disposition ne remontent pas assez loin dans le passé pour permettre des résultats empiriques concluants. Vu les premières études, l'intégration des critères non financiers ne paraît toutefois pas engendrer des performances systématiquement inférieures (Booth, 2000).

10.2 Le poids de l'investissement des caisses de pension

Pour appréhender le poids du deuxième pilier, le recours aux chiffres est incontournable. En 1998, la fortune totale s'élève à 428 milliards de francs, représentant l'équivalent de 110% du PIB de la Suisse. Si l'on se concentre uniquement sur les avoirs détenus en actions, on obtient 108 milliards dont 64 investis en Suisse (OFS, 2000). Les caisses de pension possèdent ainsi environ 7% de la capitalisation boursière suisse – une sous-estimation car ces chiffres, datant de 1998, doivent être revus par le haut d'environ 20% pour refléter la situation en 2000.

Ces statistiques suggèrent une influence sur la structure économique que les caisses de pension en tant qu'investisseurs n'ont pas en réalité. Les raisons en sont multiples. Un premier élément d'ordre structurel a trait à la très grande fragmentation des institutions du deuxième pilier : 3800 caisses gèrent l'argent d'environ trois millions d'assurés. Un tiers d'eux est affilié à une institution collective et délègue l'administration de la fortune à une assurance, ce qui signifie que les employés renoncent à la cogestion paritaire.

Outre la fragmentation structurelle et la délégation de la gestion à une organisation tiers, la stratégie de placement constitue également un élément explicatif de l'influence modeste des caisses de prévoyance : en choisissant les très grandes capitalisations pour l'investissement en actions, les caisses combinent un rendement satisfaisant avec une bonne liquidité et un risque relativement bas. En même temps, leurs participations dans le capital des très grandes entreprises s'élèvent au maximum à quelques pour milles, traduisant un poids et une influence négligeable. Dans une forme alternative de

placement, l'investissement dans les midcaps, les participations des caisses peuvent dépasser les 5%. Dans ces cas, l'influence sur la direction des entreprises peut être volontairement limitée par le non-usage des droits sociaux que procure la propriété des actions – une pratique répandue : de 40 caisses publiques interrogées, seulement 7 exercent leurs droits sociaux. Dans une enquête parallèle, uniquement 5% de 249 institutions de tout genre votent systématiquement lors des assemblées générales (Swissca, 2000 ; Robeco, 2000).

Malgré quelques tentatives de regroupement, une majorité de caisses de pension préfèrent garder la structure éclatée actuelle et demeurent des actionnaires silencieux. La prise d'influence active reste le fief d'un très petit groupe d'investisseurs. Elle n'est ni encouragée par la législation en vigueur ni par la culture dominante qui considère l'actionnaire actif comme un intrus qui dérange le culte. La petitesse de l'économie suisse ne favorise pas non plus une implication trop active, les intérêts des acteurs étant souvent enchevêtrés.

En évaluant le poids de l'investissement des caisses de pension, on constate qu'il est fortement amoindri par trois composantes : c'est premièrement la *fragmentation* de la structure du deuxième pilier, deuxièmement la *concentration* de l'investissement sur les grandes capitalisations et troisièmement la *retenue* dans l'usage des outils de la corporate governance qui expliquent pourquoi le pouvoir potentiel des caisses de pension ne se traduit pas en pouvoir réel.

Les défenseurs d'un investissement respectueux du développement durable s'accordent ainsi sur le fait que l'*influence financière* des institutions de prévoyance est souvent minime. Or, s'ils attribuent aux placements « éthiques » des caisses néanmoins un impact considérable, c'est grâce à l'*influence symbolique*. Selon les mots d'un interlocuteur, l'effet d'une participation de 0.1% au capital d'une entreprise réside moins dans la propriété de 0.1% des droits de vote, mais plus dans le fait que la caisse représente avec cet investissement 30'000 affiliés. L'opinion publique sert de levier à l'investissement éthique. Dans le contexte de cette influence symbolique se pose la question cruciale de savoir ce que les affiliés attendent du placement de leurs salaires différés : est-ce qu'une institution de prévoyance peut se contenter de générer un rendement élevé pour ses membres ou doit-elle aller au-delà des aspects purement financiers et également tenir compte des intérêts non matériels de ses affiliés ? Répondre à cette question signifie définir le rôle des caisses de pension comme investisseurs – une tâche centrale à laquelle nous espérons avoir apporté quelques éléments de réflexion.

Bibliographie

- Angelini, T. et M. Näf (2000), « Les caisses de pension publiques entre la pression à l'efficience et les restrictions institutionnelles », p. 18 – 22, in : Swissca, *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000*, Zurich.
- Aioli, S. (1990), « Pensionskassen in der Rolle des Unternehmers ? », *Neue Zürcher Zeitung*, 26/27 mai.
- Arnold, C. (1998), « Corporate Governance in the United States and Great Britain », *prévoyance professionnelle suisse* 9 : 679 – 689.
- Auckenthaler, Ch. et R. Suter (2000), « Corporate governance : les mécanismes et la situation des institutions suisses de prévoyance », p. 33 – 37, in : Swissca, *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000*, Zurich.
(en allemand : Auckenthaler, Ch. et R. Suter (2000), « Corporate governance – für schweizerische Personalvorrichtungen eine Notwendigkeit ? », *Der Schweizer Treuhänder* 5 : 435 – 440.)
- Baladi, A. (1999), « Quo vadis corporate governance ? », *Référence* avril: 75 – 79.
- Baldenweg-Bölle, U. (1997), « Deuxième pilier et évolution démographique », *Notices économiques UBS* : 7 – 10 juin.
- Beausoleil, J.-P. (2000), « Prévoyance professionnelle : ce que disent les dernières statistiques », *le Temps*, 26 juin.
- Biedermann, D. (1998), « Gestion avec critères de développement durable », *prévoyance professionnelle suisse* 2 : 133 – 138.
- Biedermann, D. (2000), « Approches et décisions de placement », in : Robeco (2000), *Placement des caisses de pension 1998-2000, Résultats de l'enquête et commentaires*, Genève, avril.
- Böckli, P. (2000), « Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen », *Der Schweizer Treuhänder* 3 : 133 – 139.
- Booth, T. (2000), « Quand éthique rime avec fric », *Courrier International* 511, du 17 au 23 août.
- Bosshard, P. (1998), « Grünes Geld ? Möglichkeiten und Grenzen von ethisch-ökologischen Geldanlagen », in : Erklärung von Bern (1998), *Dokumentation* 1 : 1 - 24.
(en français : Bosshard, P. (1998), « Argent vert : une idée qui fait son chemin », *Solidaire* 147 : 4 – 13, septembre.)

- Bosshard, T. (2000a), « Feldschlösschen-Abstimmung wird für Jeker zur Zitterpartie », *Basler Zeitung* : 20 mai.
- Bosshard, T. (2000b), « Für Feldschlösschen folgt mit dem Verkauf die grössere Hürde », *Basler Zeitung* : 24 mai.
- Brogli, D. (2000), « Wer bestimmt das Salär des CEO », *Finanz und Wirtschaft*, 10 juin.
- Butz, C. et Plattner, A. (1999), « Socially responsible investment : a statistical analysis of returns », *Sarasin Basic Report 1 - 22*, Bâle, octobre (www.sarasin.ch/e/research/4312.html).
- CIA (2000), « Structure et fonctionnement de la CIA », première séance d'information sur la CIA destinée aux membres du comité et de l'assemblée des délégués de la législature 2000 – 2003, mars, Genève.
- Coudret, P. (1997), « Ethique et caisses de pension : puisque les futurs retraités ont bon dos, autant en profiter », *Références 20* : 53 – 58, 20 novembre.
- Curti, M. (2000), « Le placement de capitaux axés sur l'environnement : une amélioration de la performance fondée sur la croissance durable », in : Swissca (2000), *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000, résultats de l'enquête*, Zurich.
- Davis, E. P. (1995), *Pension funds*, Oxford : Oxford University Press.
- Denham, J. (1998), *Building a better world*, United Kingdom Social Investment Forum Annual Lecture : août 1998. (www.uksif.org/publications/evnt-rep-1998-08/content.shtml)
- Drucker, P. (1976), *The unseen revolution : how pension funds socialism came to America*, New York : Harper & Row.
- Ecofin Investment Consulting (2000), « Ethik und Investieren », Unterlagen zum Workshop AHV-Ausgleichsfond, 22 janvier.
- Fünfschilling, H. (2000), « Die Basellandschaftliche Pensionskasse und das Fallbeispiel Big Star », exposé lors de la conférence : *Finanzierung der Nachhaltigkeit : Die Macht als Shareholder nutzen*, Bâle, 20 septembre.
- Gabriel-Schneider, C. (2000), « Aktien-Analytiker im Schussfeld », *Neue Zürcher Zeitung*, 31 juillet.
- Gilliand, P. (1997), « Solidarité ou sécurité sociale : piège ou opportunité ? », en *Individualisation de la prévoyance : tendance ou vague de fond ?*, Independent Asset Management, séminaire institutionnel, 21 novembre.

- Groux, A. (1998), « Point de vue des partenaires sociaux », *Prévoyance Professionnelle Suisse* 3 : 203 - 205.
- Hengartner, T. (2000), « Sustainability ist die bessere Anlage », *Finanz und Wirtschaft*, 1 mars.
- Hildebrand, E. (1998), « Mehr Ethik, aber nicht weniger Rendite », *Tages-Anzeiger*, 16 avril.
- Hug, D. (2000), « Pensionskasse setzt auf Jeans », *Tages-Anzeiger*, 13 janvier.
- Kriesi, H. (1998), « The transformation of cleavage politics », *European Journal of Political Research* 33 : 165 – 185.
- Longley, S. (1999), « NAPF warns government on social and environmental investment proposal », National Association of Pension Funds, press office, 8 juin (www.napf.co.uk/08_june_99.htm).
- Lordon, F. (2000), *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Paris : Editions raisons d’agir.
- Maak, T. et U. Thielemann (1996), « Gewinnmaximierung als erwünschte Tugend ? », *Neue Zürcher Zeitung*, 22 août.
- Meyerhans, E. (1999), « Nachhaltig investieren kann sich doch lohnen », *Neue Zürcher Zeitung*, 30 août.
- Müller, K. (1993), « Der Kapitalmarkt verschleudert unsere Zukunft », *Tages-Anzeiger*, 27 septembre.
- Müller, K. (1998), « Darum müssen Pensionskassen aktive Aktionäre sein », *Référence* juin : 72 – 76.
- Müller, K. (1999), « L’étiquette « développement durable » ne fait pas le printemps. Rendement à long terme et préservation de l’environnement », Ellipson AG : debate winter, Bâle (www.ellipson.com/download/debate.html).
- Müller, A. (2000), « Der Riese erwacht. Ascom, Feldschlösschen oder Big Star ; Jetzt lassen die Pensionskassen ihre Muskeln spielen », *SonntagsZeitung*, 14 mai 2000.
- Oetliker, S. (2000), « Ein Herz für Grün-Anlagen : Gewerkschaften fordern Pensionskassen auf, mehr nach ökologischen und sozialen Kriterien zu investieren », *Cash*, 14 janvier.
- OFS (Office fédéral des statistiques), (1998), *La prévoyance professionnelle en Suisse*, Neuchâtel.
- OFS (Office fédéral des statistiques), (2000), *Les institutions de prévoyance professionnelle en 1998*, Communiqué de presse, mai, Neuchâtel.

- Pittet, M. (1997), *Les caisses de pension de droit public dans la prévoyance professionnelle suisse : quel avenir ?*, Fédération des Syndicats Patronaux de Genève, études et documents.
- Preston, L. (1998), « Les parties intéressées et le gouvernement d'entreprise », *Gestion* 23/3 : 13 – 20.
- Rásonyi, P. (2000a), « Öko-Anlagen müssen nicht riskanter sein », *Neue Zürcher Zeitung*, 3 juillet.
- Rásonyi, P. (2000b), « Grüne Theorie », *Neue Zürcher Zeitung*, 4 septembre.
- Robeco (2000), *Placement des caisses de pension 1998-2000, Résultats de l'enquête et commentaires*, Genève, avril.
- Rutherford, D. (1995), *Dictionary of Economics*, New York : Routledge.
- SAirGroup (2000), *Caisse Générale de Prévoyance de SAirGroup*, rapport abrégé, Zurich.
- Schildknecht, K. (1996), « Prosperität durch Shareholder-Orientierung », *Neue Zürcher Zeitung*, 10 juillet.
- Schmidt, J. (1996), « Mangelnde Begründungen », *Neue Zürcher Zeitung*, 22 août.
- Schmutz, L. (1998), « Zukunft gestalten : Arbeitnehmer wären eine Börsenmacht », *Basler Zeitung*, 10/11 janvier.
- Schneeweiss, A. (1998), *Mein Geld soll Leben fördern : Hintergrund und Praxis ethischer Geldanlagen*, Mainz/Neukirchen : Grünwald und NeukirchnerVerlag.
- Schneider, J.-A. et al. (1998), « Es ist eine Pflicht, Mitwirkungsrechte wahrzunehmen ; Panel zum Thema Corporate Governance und Schweizer Pensionskassen », *Schweizer Personalvorsorge / Prévoyance Professionnelle Suisse* 9 : 706 – 716.
- Schöchli, H.-U. (2000), « 80 Milliarden – und so wenig Einfluss », *Der Bund*, 9 mars.
- SDA/BAZ (2000), « Big Star wieder unter Fähr-Kontrolle », *Basler Zeitung*, 10 juin.
- SDA/TA (2000), « Big Star kämpft gegen Übernahme », *Tages-Anzeiger*, 6 avril.
- Seiler, R. et V. Weber (2000), « Kommt Zeit, geht Verwaltungsrat », *Cash*, 7 janvier.
- Shepherd, P. (2000), « Chancellor announces social investment taskforce », *Newsletter Issue 11* spring, United Kingdom Social Investment Forum (www.uksif.org/newsletter/2000_issue11/content.shtml).

- Stauffer, H.-U. (1998), « Die paritätische Verwaltung – Eine Auslegeordnung », *Prévoyance Professionnelle Suisse* 3 : 189 – 194.
- Swissca (2000), *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000, résultats de l'enquête*, Zurich.
- Truttmann, M. (2000a), « Big Star : Regierungsrat rüffelt PK », *Basler Zeitung*, 8 avril.
- Truttmann, M. (2000b), « Der Einfluss der Pensionskassen – mehr Mythos als Realität », *Basler Zeitung*, 6 juin.
- Ulrich, P., U. Jäger et B. Waxenberger (1998), *Prinzipiengeleitetes Investment I : Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis bei « ethisch-ökologischen » Geldanlagen*, Institut für Wirtschaftsethik, Beiträge und Berichte 83 : 1 – 65, Universität St. Gallen.
- Volkart, R. (1996), « Langfristige Shareholder-Orientierung », *Neue Zürcher Zeitung*, 5 juillet.
- von Matt. (2000), « Reimann will Pensionskassen zurückstutzen », *Aargauer Zeitung*, 22 juin.
- Vontobel, H.-D. (1996), « Shareholder value – ein trügerischer Reiz ? Ein Plädoyer wider die Darwinisierung der Sitten », *Neue Zürcher Zeitung*, 19 juin.
- VTZ (Versicherungs Treuhand Zürich AG) (2000), *Ethisch-ökologische Geldanlagen in der Schweiz, eine Marktübersicht*, Zusammenfassung, janvier.

Annexe 1

Les caisses de pension

- ❑ Allgemeine Pensionskasse der SAirGroup, Zurich-Aéroport
- ❑ Anlagestiftung Winterthur, Winterthur
- ❑ Caisse fédéral de pension (CFP), Berne
- ❑ Caisse de prévoyance du personnel enseignant et des fonctionnaires du canton de Genève (CIA), Genève
- ❑ Gemeinschaftsstiftung der Geberit-Gruppe, Rapperswil-Jona
- ❑ Fonds de Nestlé I et II, Vevey
- ❑ Nest Sammelstiftung, Zurich
- ❑ Pensionskasse des Kantons Baselland (BLPK) , Liestal
- ❑ Servisa Sammelstiftung für Personalfürsorge, Bâle

Les institutions des experts interrogés

- ❑ Association des représentants du personnel dans les institutions de prévoyance (ARPIP), Lausanne
- ❑ Banque Alternative BAS, Olten/Lausanne
- ❑ Ellipson AG, Bâle
- ❑ Fondation d'investissement Ethos, Genève
- ❑ Lombard Odier & Cie, Genève/Zurich
- ❑ MP Actuaire SA, Genève
- ❑ Office fédéral des statistiques, Neuchâtel
- ❑ Union Syndicale Suisse, Berne
- ❑ Université de Genève, section des Hautes Etudes Commerciales (HEC), Genève

Annexe 2

Les critères d'investissement et les facteurs décisifs pour l'investissement selon des critères non-financiers

1. Quels sont les critères d'investissement de la caisse de pension traditionnelle?
2. Quelle proportion de caisses intègre des critères non-financiers dans la décision d'investissement ?
3. Pour quelle raison la caisse intègre-t-elle ces critères non-financiers ? Et comment ?
4. L'intégration de ces critères non-financiers, a-t-elle un coût en termes d'un rendement inférieur (conflit d'intérêt entre financier et social/écologique) ?
5. Quels facteurs expliquent pourquoi une caisse intègre de critères écologiques ou sociaux dans sa décision d'investissement ?

Les formes de prise d'influence et le rôle des employés

6. Comment les caisses de pension (votre), font-elles valoir leurs intérêts en tant qu'actionnaires ?
7. Quelles attitudes caractérisent les caisses (votre) à l'égard de la prise d'influence active (corporate governance) ?
8. Dans la médiation des intérêts de la caisse, quelle est l'influence des employés à l'intérieur des différentes (votre) caisses de pension ?
9. Les préférences des employés dans le placement des fonds varient-elles de celles des employeurs ?

L'influence potentielle et réelle :

10. Quelle est l'influence des investissements effectués par les caisses de pension sur la structure sociale et économique?
11. Il y a-t-il une divergence entre le pouvoir potentiel des caisses de pension et leur pouvoir réel ?
12. Si oui, comment s'explique cette asymétrie ?